



«VALORIZACIÓN DE CEMENTOS PACASMAYO S. A. A.»

**Trabajo de Investigación presentado
para optar al Grado Académico de
Magíster en Finanzas**

Presentado por

Sr. Juan Manuel Briceño Montalván

Sr. William Joseli Ortiz

Sr. Gustavo Adolfo Linares Céspedes

Asesor: Profesor Aldo Malpartida

2017

Dedicamos el trabajo a nuestros familiares por su gran apoyo durante el desarrollo de la maestría.

Agradecemos a todos nuestros profesores por la dedicación y conocimientos brindados, en especial al profesor Aldo Malpartida por su asesoría, paciencia y dedicación.

Resumen ejecutivo

El trabajo de investigación tiene como finalidad realizar la valorización de la empresa Cementos Pacasmayo basándose en el análisis de la situación financiera de la empresa, los supuestos que se proponen acerca de las expectativas futuras de la empresa (expectativas de crecimiento, flujos futuros, etc.) y los conocimientos adquiridos durante nuestros años de estudio.

Durante el análisis realizado de la empresa y del sector podemos resaltar que la industria cementera en el país se encuentra claramente dividida en tres regiones. En el norte: Cementos Pacasmayo y su subsidiaria Cementos Selva, en la región centro: la empresa Unión Andina de Cementos (Unacem¹) y en la región sur: Cementos Yura y su subsidiaria Cementos Sur.

Cemento Pacasmayo cuenta aproximadamente con el 22% del mercado nacional. Al ser el único abastecedor de cemento en la región norte del país, alcanza una participación de mercado que bordea el 99%² en su área de influencia.

Cementos Pacasmayo constantemente ha ido modernizando sus plantas. En el 2015 culminó la construcción de una nueva planta en la ciudad de Piura, la cual es 100% automatizada. Esto le permite desarrollar eficiencias en sus operaciones, ampliar su capacidad instalada y disminuir los costos de producción. La planta de Piura tiene una capacidad de producción anual de 1,6 millones de toneladas de cemento y de 1 millón de toneladas de Clinker, que les va a permitir poder atender el crecimiento en la demanda en el norte del país.

Cementos Pacasmayo mantiene un nivel de apalancamiento bajo, mantiene un ratio deuda/EBITDA de 2,39 a junio del 2016. En la actualidad la única deuda que mantiene es un bono corporativo emitido en el 2013 que asciende aproximadamente a US\$ 300 millones. La empresa también negocia en la Bolsa de Valores de Lima mediante acciones comunes y acciones de inversión (estas últimas no lo hacen en todas las ruedas de bolsa). Cabe mencionar que Cementos Pacasmayo realizó una emisión de ADS en febrero del 2012, lo cual le permitió cotizar en la Bolsa de Nueva York.

¹Empresa resultante de la fusión de Cementos Lima y Cementos Andinos en octubre del 2012

²http://accionistas.cementospacasmayo.com.pe/cementospacasmayo/web/conteudo_es.asp?idioma=0&conta=47&tipo=54239.

El resultado de la valorización, realizada mediante el método de flujo descontado, nos dio un valor de la acción de la empresa de S/. 6,41 al 30 de junio del 2016, el cual es un valor que se encuentra por encima del mercado (S/. 5,87 por acción). El mercado está subvaluando el precio de la acción de Pacasmayo, por lo cual nuestra recomendación es comprar las acciones de la empresa.

Para hallar el valor de la acción de la empresa se consideró que en los próximos años la inversión pública, privada, y el segmento de autoconstrucción tendrán una recuperación, explicado principalmente por el crecimiento constante de la demanda de las principales ciudades del norte del país, el compromiso de ejecución de proyectos de infraestructura del Gobierno entrante y el aumento de la capacidad instalada, gracias a la construcción de la nueva planta de Piura.

Es preciso mencionar que el crecimiento de la demanda está dado en parte por el aumento de la compra de nuevas viviendas impulsada por los afiliados que liberen el 25% de sus fondos para destinarlos al pago de la cuota inicial. Por otro lado, los proyectos de infraestructura que se encuentran en la etapa de ejecución en el norte del país (donde Cementos Pacasmayo es el líder) son la Refinería de Talara, el Proyecto Chavimochic y la Carretera Longitudinal de la Sierra.

Adicionalmente a estos, tres proyectos han comenzado su ejecución recientemente: la nueva ciudad de Olmos, Alto Piura y la Carretera Huacrachuco-Sausacocha. Cabe mencionar que el norte del país representa el 23% de la población y el 14% del PBI.

Para obtener una conclusión más precisa, se utilizó un método adicional de valoración: la valorización por múltiplos de empresas comparables. Al realizar la comparación entre estas dos valorizaciones, se observa que el precio de la acción calculado por el método de flujo descontado se encuentra en el rango de precio de los dos métodos.

Índice

Índice de tablas	viii
Índice de gráficos	ix
Índice de anexos	x
 Introducción	 1
 Capítulo I. Análisis de la industria	 2
1. Análisis de Porter	5
2. Perspectivas del mercado	6
 Capítulo II. Descripción de la empresa	 8
1. Composición del accionariado	8
2. Estructura corporativa	9
3. Capacidad de producción	10
4. Zona de influencia.....	11
5. Ventajas competitivas	11
 Capítulo III. Resultados operativos y financieros históricos.....	 13
1. Resultados operativos	13
1.1 Producción de volumen de cemento	13
1.2 Producción de volumen de clínker	14
1.3 Capacidad instalada de cemento y clínker	15
1.4 Ratio de utilización	15
2. Análisis financiero	17
2.1 Ingresos	18
2.2 Rentabilidad	20

2.3 Solvencia.....	21
2.4 Caja	22
2.5 Capex	22
Capítulo IV. Proyecciones y valuación.....	23
1. Despachos de cemento	23
2. Participación de mercado	25
3. Producción de cemento	25
4. Capacidad instalada.....	25
5. Inflación	26
6. Depreciación	26
7. Perspectivas de crecimiento y fuentes.....	27
8. Caso base: parámetros.....	27
8.1 Crecimiento de los flujos	27
8.2 Tasa de descuento	29
8.3 Valor residual.....	32
9. Valorización de Cementos Pacasmayo	32
9.1 Valorización del flujo de caja descontado.....	32
9.2 Análisis de sensibilidad.....	35
9.3 Análisis de múltiplos comparables.....	35
Conclusiones y recomendaciones.....	38
1. Conclusiones	38
2. Recomendaciones.....	39
Bibliografía	40
Anexos	41
Nota biográfica	60

Índice de tablas

Tabla 1. Producción de cemento a nivel nacional.....	3
Tabla 2. Cemento importado según procedencia (2015).....	4
Tabla 3. Capacidad instalada por planta (2015).....	10
Tabla 4. Producción de cemento por planta	13
Tabla 5. Variación porcentual anual de la Producción de Cemento por Planta	13
Tabla 6. Producción de clínker por planta	14
Tabla 7. Variación porcentual anual de la producción de clínker por planta	14
Tabla 8. Capacidad instalada de producción de cemento por planta.....	15
Tabla 9. Capacidad instalada de producción de clínker por planta	15
Tabla 10. Ratio de utilización de cemento por planta	16
Tabla 11. Ratio de utilización de clínker por planta	16
Tabla 12. Principales variables financieras	17
Tabla 13. Principales ratios financieros	20
Tabla 14. Calificación de la deuda.....	22
Tabla 15. Regresión lineal PBI-PBI de construcción.....	24
Tabla 16. Participación de mercado de Cementos Pacasmayo	25
Tabla 17. Depreciación histórica.....	26
Tabla 18. Normalización de variable «g».....	28
Tabla 19. Datos y variables para el cálculo del WACC.....	29
Tabla 20. Cálculo de WACC de dólares estadounidenses a nuevos soles	30
Tabla 21. Tabla resumen de cálculo de WACC	31
Tabla 22. Valorización por método de flujo de caja descontado	33
Tabla 23. Análisis de sensibilidad de precio de acción WACC versus «g» crecimiento	35
Tabla 24. Ratios para valorización de múltiplos	36
Tabla 25. Valorización por múltiplos.....	37
Tabla 26. Valorización del método de flujo de caja descontado.....	37

Índice de gráficos

Gráfico 1. Mapa geográfico de ubicación de plantas cementeras en el país	2
Gráfico 2. Participación de Cementos Pacasmayo en el mercado nacional	4
Gráfico 3. Composición societaria	8
Gráfico 4. Estructura corporativa de Cementos Pacasmayo	9
Gráfico 5. Participación de cada producto en los ingresos totales de la compañía en los últimos cinco años	19
Gráfico 6. Evolución de la ventas (millones de soles)	19
Gráfico 7. Resultados anuales de Cementos Pacasmayo (millones de soles)	21
Gráfico 8. Evolución del Ratio Deuda/EBITDA	22
Gráfico 9. Relación PBI de construcción- despacho cemento	23

Índice de anexos

Anexo 1. Estructura del Directorio	42
Anexo 2. Estructura gerencial	43
Anexo 3. Evolución de la producción total de cemento, despacho local y despacho total en toneladas métricas del 2007-2015	44
Anexo 4. Participación de mercado en despachos totales de cemento (julio 2016).....	45
Anexo 5. Cuadro comparativo entre la producción de cemento total versus la producción de Cementos Pacasmayo 2007-2015	46
Anexo 6. Número de licencias municipales de construcción otorgadas en el período 2007-2014	47
Anexo 7. Proyectos de inversión en la zona norte a corto plazo.....	48
Anexo 8. Comprobación y sostenibilidad de la tasa de crecimiento perpetua	49
Anexo 9. Proyección y valorización	50
Anexo 10. Balance general	53
Anexo 11. Estado de pérdidas y ganancias	56

Introducción

La valorización realizada en el trabajo busca determinar el precio de la acción de Cementos Pacasmayo, considerando los fundamentos financieros de la empresa y la capacidad de generación de ingresos ligada a sus expectativas de crecimiento.

En el Capítulo I se describe la industria cementera, se analiza su desempeño y las características de los actores productivos, adicionalmente se realiza un análisis de las cinco fuerzas competitivas de la industria (análisis de Porter) y se enuncian las perspectivas del mercado. En el Capítulo II se hace un análisis de las características de la empresa, se describe la línea de negocio, las áreas geográficas y el proceso productivo. En el Capítulo III se desarrolla el análisis financiero de la empresa para la determinación de las expectativas de crecimiento y se realiza el análisis de la evolución de los principales ratios operativos y financieros. En el Capítulo IV se realiza la valorización de la empresa, para lo cual se ha creído conveniente utilizar los siguientes métodos de valorización: flujo de caja descontado y valorización por múltiplos de empresas comparables. La empresa tiene perspectiva de crecimiento y ha aumentado su capacidad instalada con la planta nueva de Piura. Esto generará flujos futuros que pueden ser valorados mediante el método de flujo de caja descontado (DCF por sus siglas en inglés). De igual forma, debido a que el negocio del cemento es muy similar en todo el mundo se utiliza el método de valorización por múltiplos de empresas comparables. Asimismo, se realiza un análisis de sensibilidad para ver cómo varía el precio de la acción con base en la tasa de crecimiento perpetuo y al WACC.

Capítulo I. Análisis de la industria

El mercado de cemento en el Perú tiene a tres principales proveedores: Cementos Pacasmayo, Unacem y Cementos Yura. Cementos Pacasmayo cubre principalmente la demanda de la región norte del país, mientras que Unacem cubre la región centro y Cementos Yura, la región sur.

Según el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) y Apoyo Consultoría, la región norte del Perú representa aproximadamente el 23% de la población del país y 14% del PBI. El país ha presentado un crecimiento económico durante los últimos diez años, aunque todavía presenta un déficit de viviendas de 1,9 millones de hogares en todo el país, de acuerdo al Ministerio de Construcción y Vivienda.

El mercado del cemento en Perú tiene una distribución de consumo diversa. Se construye de forma gradual y para mejorar los hogares (lo que se conoce como autoconstrucción).

Gráfico 1. Mapa geográfico de ubicación de plantas cementeras en el país



Fuente: Cementos Pacasmayo, 2016.

Tabla 1. Producción de cemento a nivel nacional

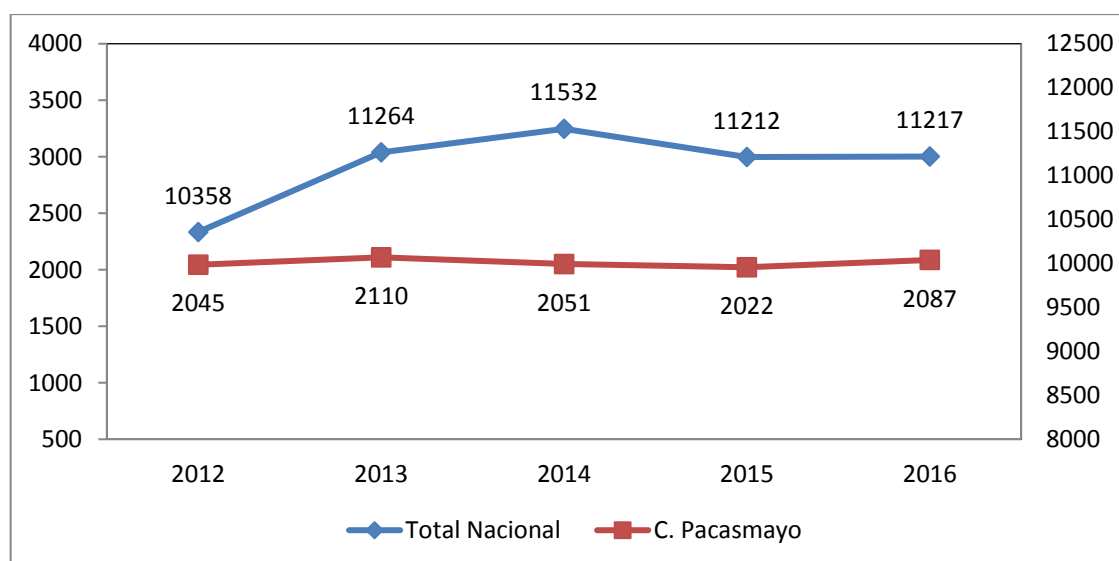
Región norte (miles de toneladas métricas anuales)					Jul LTM	% Part. Mercado
Planta	2012	2013	2014	2015	2016	
C. Pacasmayo	2.045	2.110	2.051	2.022	2.087	18,60%
C. Selva	200	240	296	288	298	2,70%
Importaciones	29	34	40	12	3	0%
Total	2.274	2.384	2.387	2.322	2.388	21,30%

Región centro (miles de toneladas métricas anuales)					Jul LTM	% Part. Mercado
Planta	2012	2013	2014	2015	2016	
UNACEM	5.315	5.612	5.701	5.546	5.327	47,50%
Caliza Inca	157	288	383	357	352	3,10%
Importaciones	409	465	461	507	541	4,80%
Total	5.881	6.365	6.545	6.410	6.220	55,40%

Región sur (miles de toneladas métricas anuales)					Jul LTM	% Part. Mercado
Planta	2012	2013	2014	2015	2016	
Grupo Yura	2.203	2.515	2.600	2.480	2.609	23,30%
Total	2.203	2.515	2.600	2.480	2.609	23,30%
Total Nacional	10.358	11.264	11.532	11.212	11.217	100%

Fuente: Elaboración propia sobre la base del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2016.

Gráfico 2. Participación de Cementos Pacasmayo en el mercado nacional



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2016.

Es preciso indicar que el mayor importador de cemento en el país es la mexicana Cemex Perú, cuyas plantas están ubicadas en México, Vietnam y España. Vietnam tiene el 68,67% de ingreso al país.

Tabla 2. Cemento importado según procedencia (2015)

Procedencia	Cantidad en toneladas métricas	Porcentaje
Alemania	0,07	0,01%
Chile	1,09	0,21%
Colombia	10,91	2,12%
Ecuador	0,97	0,19%
México	16,56	3,21%
Santa Lucía	131,78	25,58%
EE. UU.	0,02	0%
Vietnam	353,69	68,67%
Total	515,09	100%

Fuente: Asocem, 2015.

Cemex inició operaciones en el Perú en el 2007 y sus importaciones compiten en la zona centro del país.

La industria cementera está estrechamente vinculada con el desempeño del PBI construcción, debido a que en el país la mayoría de las construcciones son de cemento. A su vez, el PBI construcción es sensible al desempeño del PBI nacional. En los anexos 3 y 4 se muestra la relación que existe entre el PBI nacional, el PBI de construcción y los despachos de cemento, tomando como base un período de veinte años. En dicho período el PBI construcción, el PBI nacional y el despacho de cementos crecieron en promedio 6,06%, 4,75% y 6,24%, respectivamente.

Al cierre del 2015 el mercado de autoconstrucción representa para Cementos Pacasmayo más del 50% de sus ventas totales, seguido por la construcción privada con más del 27% de las ventas y la construcción pública, que representa, según la empresa, alrededor del 20% del total de ventas.

1. Análisis de Porter

- **Poder negociación de clientes:** es bajo, debido a que el 70% de los clientes está representado por las familias que tienen la necesidad de una vivienda, además del sector comercial e industrial que construye hoteles, centros comerciales, etc. El 30% lo representa el Estado que estimula la construcción con gastos públicos. Otro punto importante a resaltar es que ambos tipos de clientes prefieren el cemento a otros sustitutos, lo que le da un mayor poder de negociación a la industria.
- **Poder de negociación de proveedores:** bajo. El costo de los principales insumos son bajos y las empresas cementeras extraen la mayor parte de estos. Además, las reservas de caliza (principal materia prima) están probadas para 114 años de producción, lo cual demuestra que la materia prima es abundante. En cuanto a los proveedores de energía, el combustible principal de Cementos Pacasmayo es el carbón, que está sujeto a precios internacionales. El consumo de energía eléctrica también es diversificado, puesto que la empresa tiene contratos con proveedores que se encuentran en el sistema interconectado SEIN.
- **Rivalidad interna:** baja. Las empresas cementeras tienen su lugar de influencia y cada una está dividida geográficamente en el país. La rivalidad entre ellas es casi nula, además sus insumos lo encuentran *in situ*. Por otro lado, los costos de transporte y contar con una red de distribución constituyen costos elevados para ser comercializados en otras regiones.
- **Productos sustitutos:** baja. En la actualidad la entrada de productos sustitutos como productos prefabricados es pequeña, pero ya se está mostrando mayor diversidad y a precios accesibles: así se brinda mayor ahorro de tiempo en la ejecución de proyectos.

- **Potencial entrada de competidores:** la entrada de nuevos competidores a la industria es baja, ya que las barreras de entrada son altas. Las inversiones en capital para instalar plantas y adquirir tecnología de avanzada implican un desembolso fuerte que frena a los nuevos competidores. La red de distribución los ayuda a minimizar costos en el transporte, puesto que están ubicados en zonas geográficas estratégicas.

2. Perspectivas del mercado

El Perú ha experimentado un crecimiento económico sostenido en los últimos años. Del 2006 al 2015 el PBI real creció a una tasa promedio anual de 5,67%, del mismo modo el PBI de construcción creció a un ritmo de 9,16% (promedio anual).

En dicho período el consumo de cemento en el Perú creció a una tasa promedio anual del 9,3%, según el INEI, impulsado por el crecimiento económico general del país y, en menor medida, por el gasto en infraestructura.

Cabe mencionar que en el 2015 el PBI de construcción se contrajo 5,87%, debido principalmente a la menor inversión en proyectos mineros, por la paralización y/o finalización de la inversión en obras (centros comerciales, centros empresariales, infraestructura educativa, etc.) y a la menor ejecución del gasto de los gobiernos subnacionales que afectó el avance físico de obras públicas durante el año. En ese sentido, la inversión pública y la inversión privada decrecieron a diciembre del 2015 en 11,2 y 5,5%, respectivamente; en el año anterior registraron un decrecimiento de 3,6 y 1,5%, respectivamente.

En consecuencia, a diciembre del 2015 los despachos totales de cemento de las fábricas peruanas, incluidas las exportaciones, ascendieron a 11,5 millones de toneladas, registraron una disminución anual de 1,5% y mostraron el primer decrecimiento en los últimos diez años.

Este año el sector construcción se ve afectado por tres factores principales: el sector inmobiliario (igual que el año pasado), el sector minero (con aproximadamente US\$ 2,1 billones en inversiones paralizadas debido a temas sociales y también a la coyuntura referida al bajo precio de los *commodities*) y el sector de hidrocarburos (cabe mencionar que las inversiones en el sector de exploración y producción se vieron reducidas con respecto al año pasado debido al bajo precio del petróleo y gas).

Actualmente las expectativas para un crecimiento al 2017 son buenas debido a las nuevas legislaciones con respecto al retiro de las AFP para cubrir hipotecas, así como a la modernización de la planta de Talara.

Las principales variables que explican el crecimiento en construcción en los próximos años son:

- **Autoconstrucción**

La autoconstrucción se cuantifica por el reporte de licencias otorgadas por las municipalidades para la construcción de viviendas en todo el territorio nacional (ver el Anexo 8). Se puede observar que el otorgamiento de licencias ha tenido un incremento en el período 2007-2014 y se espera que siga la misma tendencia en los próximos años, fundamentado por el déficit de viviendas de alrededor de 1,9 millones de hogares en todo el país, según información del INEI al 2015, y por el aumento en el poder adquisitivo de la población. Cabe mencionar que la autoconstrucción representa más del 50% de las ventas totales de cemento para Cementos Pacasmayo.

- **Inversión privada y pública**

Se estima que en los próximos cinco años habrá una inversión de alrededor de US\$ 23 mil millones en la región norte del Perú. Los proyectos se detallan en el Anexo 9. Al cierre del 2015 existen tres proyectos que están en ejecución y en los cuáles participa Cementos Pacasmayo:

- **Refinería de Talara:** Cementos Pacasmayo ha sido contratada para proveer el cemento, concreto y pilotes para el proyecto. La compañía estima que al 31 de diciembre de 2015 se ha despachado alrededor del 26% del total de cemento requerido.
- **Chavimochic:** los despachos puntuales para el proyecto comenzaron en el tercer trimestres del 2015. La compañía estima que al 31 de diciembre de 2015 se ha despachado alrededor del 5,5% del total de cemento requerido.
- **Carretera Longitudinal de la Sierra:** Cementos Pacasmayo ha sido contratada para proveer el cemento y concreto para este proyecto. La compañía estima que al 31 de diciembre de 2015 se ha despachado alrededor del 60% del total de cemento requerido.

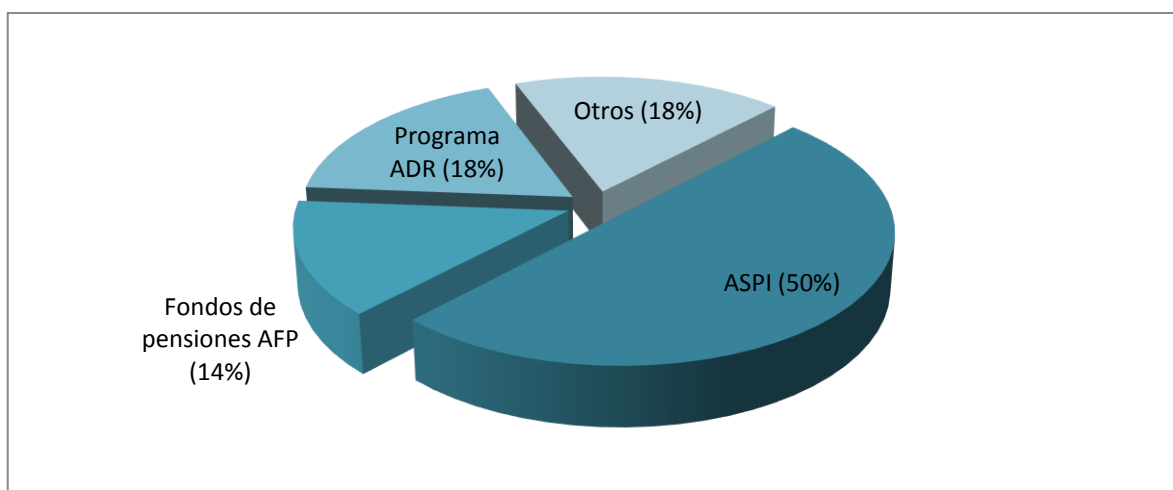
Capítulo II. Descripción de la empresa

Cementos Pacasmayo es una empresa del Grupo Hochschild dedicada a la producción y comercialización de cemento, concreto premezclado, cal, agregados y otros materiales de construcción. Empezó sus actividades en 1957, operando con una capacidad de producción de 100.000 toneladas por año. En 1995 inició su red de distribución para comercializar y distribuir sus productos en la región norte del país. En ese año también se inició la cotización de sus acciones en la Bolsa de Valores de Lima y en el 2012 se completó la oferta inicial de acciones ADR en la Bolsa de Valores de Nueva York.

1. Composición del accionariado

Actualmente la composición societaria de la empresa se encuentra conformada de la siguiente manera³:

Gráfico 3. Composición societaria



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Cementos Pacasmayo, 2016.

«El capital social está representado por 531.461.479 acciones comunes de un valor nominal de S/. 1 cada una y las acciones de inversión de la compañía están representadas por 50.503.124 acciones del mismo valor nominal. El 15 de octubre del 2015 la compañía recompró en rueda de bolsa de la Bolsa de Valores de Lima el 73,81% de sus acciones de inversión de propia emisión (37.276.580 acciones) por S/. 108.102.082⁴».

³ ASPI antes era Inversiones Pacasmayo S. A. (IPSA), que cambió de denominación social en el 2013.

⁴ Tomado de la Memoria Anual 2015:

2. Estructura corporativa

Gráfico 4. Estructura corporativa de Cementos Pacasmayo



Fuente: Memoria Anual de Cementos Pacasmayo, 2015.

- **Distribuidora Norte Pacasmayo (DINO):** es una empresa subsidiaria comercial de Cementos Pacasmayo. Se encarga de comercializar y distribuir materiales para la construcción en todo el norte y oriente del Perú. La composición accionaria de esta empresa se encuentra conformada de la siguiente manera: Cementos Pacasmayo S. A. A. participa con el 90% de DINO S. R. L. y ASPI lo hace con el 10%.
- **Cementos Selva:** productora de cemento, concreto premezclado y elementos prefabricados en la ciudad de Rioja. Cementos Pacasmayo cuenta con el 99,99% de las acciones.
- **DINO Selva Iquitos S. A. C.:** comercializa todos los productos de Cementos Pacasmayo a través de una amplia red de distribuidores asociados en la región. Cuenta además con oficinas comerciales en las principales ciudades del noreste del Perú.
- **Acuícola Los Paiches S. A. C.:** cría, cultiva y comercializa una de las especies emblemáticas de la selva amazónica: el paiche.
- **Fosfatos del Pacífico:** explora los depósitos de minerales de Cementos Pacasmayo en las concesiones de Bayóvar, ubicadas en el norte del Perú. En diciembre del 2011, Cementos Pacasmayo vendió una participación accionaria al Grupo Mitsubishi con la finalidad de

desarrollar un proyecto de fosfatos en dichas concesiones. Cementos Pacasmayo era titular del 70% de las acciones de la empresa mientras que el otro 30% lo tenía el Grupo Mitsubishi. En agosto del 2016 se presentó el proyecto de escisión por el cual el 70% de las acciones de la empresa Fosfatos del Pacífico (Fospal) pasaban a propiedad de Fossal.

- **Salmueras Sudamericanas S. A.:** explora los depósitos de salmueras descubiertos en concesiones que posee la compañía en el desierto de Mórrope. Este proyecto se desarrolla en alianza con la empresa peruana Quimpac, líder en el mercado de productos químicos. Cementos Pacasmayo cuenta con el 75% de acciones mientras que Quimpac cuenta con el 25% de acciones.
- **Empresa de Transmisión Guadalupe S. A. C.:** provee de energía eléctrica a la planta de Pacasmayo.

3. Capacidad de producción

Las operaciones de la empresa se centran en el norte del país. Se cuenta con tres plantas de producción de cemento: Planta Pacasmayo, Planta Rioja y Planta Piura. Esto permite tener una capacidad instalada de cinco millones de toneladas de cemento al año. La principal planta se encuentra ubicada en la ciudad de Pacasmayo.

Tabla 3. Capacidad instalada por planta (2015)

Planta	Capacidad	Producción	Capacidad utilizada
Pacasmayo	2.900.000	1.980.000	68,28%
Rioja	440.000	290.000	65,91%
Piura	1.600.000	160.000	10%
Total	4.940.000	2.430.000	49,19%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Cementos Pacasmayo, 2016.

Como se puede apreciar en la tabla anterior, la capacidad total utilizada al cierre del 2015 fue de 49,19% por la entrada en producción de la Planta Piura (en los años anteriores esta capacidad era

del 70%). Cabe destacar que la empresa irá aumentando esta capacidad a los niveles mostrados anteriormente y destinará más producción a la planta de Piura debido a la eficiencia que muestra por su nivel de automatización y la cercanía al mercado final.

4. Zona de influencia

Cementos Pacasmayo es el único abastecedor de cemento en la región norte del país, lo cual le permite alcanzar una participación de mercado que bordea el 99% en su área de influencia. Cabe mencionar que con las tres plantas se ha iniciado una gestión con un esquema multiplanta que permite estandarizar e implementar en las unidades operativas las mejores prácticas cementeras a nivel mundial. La zona de influencia de la empresa abarca los siguientes departamentos del norte del país: Piura, La Libertad, Cajamarca, Lambayeque, Áncash, Tumbes y San Martín.

5. Ventajas competitivas

- **Posición de liderazgo en la región norte del Perú:** Cementos Pacasmayo ha venido generando históricamente fuertes flujos de caja y altos márgenes de rentabilidad gracias a su cadena de distribución, eficiencia, flexibilidad operacional, enfoque en la innovación y bajo nivel de deuda.
- **Liderazgo en el mercado:** actualmente es la única empresa productora de cemento en el norte del Perú. Produce y vende todo el cemento consumido en la región.
- **Red de distribución establecida con un fuerte reconocimiento de marca:** se desarrolló una red de distribución minorista independiente para materiales de construcción conocida como DINO. Está compuesta por 130 minoristas (principalmente ferreterías locales pequeñas en la región norte) mediante los cuales se distribuyen productos de cemento y materiales para la construcción fabricados por terceros.
- **Flexibilidad y eficiencia operativa:** la empresa utiliza diversos hornos horizontales y verticales que varían en tamaño, lo que le permite adaptarse rápidamente a las exigencias del mercado. Asimismo, sus canteras están ubicadas a poca distancia de las plantas, lo cual hace posible minimizar los costos de transporte.

- **Énfasis en la innovación:** la empresa pone especial énfasis en la investigación y desarrollo con el fin de asegurar que sus productos cumplan con las necesidades de los consumidores y mejorar la eficiencia de sus operaciones.
- ***Know-how* para el desarrollo de los proyectos de fosfato y salmuera:** cuentan con experiencia y conocimiento en minería a cielo abierto y procesos industriales como resultado de su actividad principal del cemento.
- **Fuerte relación con las comunidades locales:** fuerte compromiso por mejorar la calidad de vida de las comunidades locales que rodean sus plantas. Como resultado, Cementos Pacasmayo ha desarrollado una relación estrecha y de colaboración con las comunidades locales en lo referido a diversas iniciativas de responsabilidad social.
- **Directorio y gerencia con profesionales altamente especializados:** el equipo gerencial cuenta con un promedio de catorce años de experiencia en la industria cementera en el Perú. El Directorio que lidera la empresa cuenta con expertos en el mercado técnico y local. La empresa ha desarrollado una sólida cultura comercial y profesional, así como un equipo de ejecutivos altamente calificados.

Capítulo III. Resultados operativos y financieros históricos

1. Resultados operativos

1.1 Producción de volumen de cemento

El volumen de la producción de cemento de la compañía aumentó en promedio 4,87% en los últimos cinco años, a pesar de que en el 2015 experimentó una caída de 0,6%.

Tabla 4. Producción de cemento por planta

Plantas de Producción (TM por año)	2011	2012	2013	2014	2015
Producción de Cemento (Planta Pacasmayo)	1.749.868	2.052.642	2.100.740	2.053.789	1.884.300
Producción de Cemento (Planta Rioja)	195.576	200.266	240.100	296.419	290.500
Producción de Cemento (Planta Piura)					161.349
Total de Producción	1.945.444	2.252.908	2.340.840	2.350.208	2.336.149

Fuente: Cementos Pacasmayo, 2015.

Tabla 5. Variación porcentual anual de la producción de cemento por planta

Plantas de Producción (Var %)	2012	2013	2014	2015
Producción de Cemento (Planta de Pacasmayo)	17,30%	2,34%	-2,23%	-8,25%
Producción de Cemento (Planta de Rioja)	2,40%	19,89%	23,46%	-2%
Producción de Cemento (Planta de Piura)				
Total de Producción	15,80%	3,90%	0,40%	-0,60%

Fuente: Cementos Pacasmayo, 2015.

La planta más importante que tuvo la compañía en estos cinco años analizados fue la Planta de Pacasmayo que en promedio representó el 87,69% del total de producción, mientras que la Planta de Rioja representó en promedio el 10,84% del total de producción de la compañía. Cabe mencionar que en el último trimestre del 2015 la producción en las plantas de Pacasmayo y Rioja fue de 80,49% y 12,42%, respectivamente; disminuyó si la comparamos con la del 2014 y con el promedio de los últimos cinco años. Esto se debe principalmente a la menor demanda de cemento durante la primera mitad de año y al comienzo de la producción de cemento de la Planta Piura.

1.2 Producción de volumen de clínker

El volumen de la producción de clínker de la compañía disminuyó en promedio 2,07% en los últimos cinco años, la caída de la producción se dio básicamente en el 2014 y el 2015; disminuyó en 10,39% y 3,19%, respectivamente. La fuerte caída en la producción en el 2014 se dio por una parada programada de los hornos verticales de la Planta Pacasmayo.

Tabla 6. Producción de clínker por planta

Plantas de Producción (toneladas métricas por año)	2011	2012	2013	2014	2015
Producción de clínker (Planta de Pacasmayo)	1.160.300	1.208.800	1.189.300	1.013.900	967.000
Producción de clínker (Planta de Rioja)	154.600	159.100	196.200	227.600	234.900
Total de producción	1.314.900	1.367.900	1.385.500	1.241.500	1.201.900

Fuente: Cementos Pacasmayo, 2015.

Tabla 7. Variación porcentual anual de la producción de clínker por planta

Plantas de Producción (Var %)	2012	2013	2014	2015
Producción de clínker (Planta de Pacasmayo)	4,18%	-1,61%	-14,75%	-4,63%
Producción de clínker (Planta de Rioja)	2,91%	23,32%	16,00%	3,21%
Total de producción	4,03%	1,29%	-10,39%	-3,19%

Fuente: Cementos Pacasmayo, 2015.

En los últimos cinco años el volumen de de clínker importado aumentó en promedio 29%, sin embargo se espera que la compañía deje de usar de clínker importado una vez que se complete el *ramp up* de Piura.

1.3 Capacidad instalada de cemento y clinker

La capacidad instalada de cemento y clinker en los últimos cinco años se muestra en las siguientes tablas:

Tabla 8. Capacidad instalada de producción de cemento por planta

Capacidad instalada cemento (toneladas métricas por año)					
Plantas	2011	2012	2013	2014	2015
Planta Pacasmayo	2.900.000	2.900.000	2.900.000	2.900.000	2.900.000
Planta Rioja	200.000	200.000	440.000	440.000	440.000
Planta Piura					1.600.000
TOTAL	3.100.000	3.100.000	3.340.000	3.340.000	4.940.000

Fuente: Cementos Pacasmayo, 2015.

Tabla 9. Capacidad instalada de producción de clinker por planta

Capacidad Instalada Clinker (TM por año)					
Plantas	2011	2012	2013	2014	2015
Planta Pacasmayo	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000
Planta Rioja		200.000	280.000	280.000	280.000
Planta Piura					1.000.000
TOTAL	1.500.000	1.700.000	1.780.000	1.780.000	2.780.000

Fuente: Cementos Pacasmayo, 2015.

1.4 Ratio de utilización

- **Cemento**

El ratio de utilización promedio de la capacidad instalada de cemento en los últimos cinco años (2011-2015) fue de 65% y se mantuvo un ratio de utilización constante de 70% en los períodos

del 2012 al 2014. Dicho ratio se vio disminuido en el 2015 y llegó a niveles de 47%, debido a una menor producción de cemento como consecuencia de una menor demanda, y también a que la capacidad instalada en dicho año creció como consecuencia de la puesta en marcha de la nueva Planta de Piura.

Tabla 10. Ratio de utilización de cemento por planta

Plantas	Ratio de utilización cemento (toneladas métricas por año)				
	2011	2012	2013	2014	2015
Planta Pacasmayo	60%	71%	72%	71%	65%
Planta Rioja	98%	100%	55%	67%	66%
Planta Piura					10%
TOTAL	63%	73%	70%	70%	47%

Fuente: Cementos Pacasmayo, 2015.

- **Clínker**

El ratio de utilización promedio de la capacidad instalada de clínker en los últimos cinco años (2011-2015) fue de 71,8%. En el 2015 dicho ratio llegó a niveles de 43,2%, debido al aumento de la capacidad instalada en un millón de toneladas, correspondiente a la nueva Planta de Piura.

Tabla 11. Ratio de utilización de clínker por planta

Plantas	Ratio de utilización clínker (toneladas métricas por año)				
	2011	2012	2013	2014	2015
Planta Pacasmayo	77,4%	80,6%	79,3%	67,6%	64,5%
Planta Rioja		79,6%	70,1%	81,3%	83,9%
TOTAL	87,7%	80,5%	77,8%	69,7%	43,2%

Fuente: Cementos Pacasmayo, 2015.

2. Análisis financiero

Tabla 12. Principales variables financieras

En millones de nuevos soles	Resultados Operativos					% Variación			
	2011	2012	2013	2014	2015	12-11	13-12	14-13	15-14
Ventas	994.970	1.169.808	1.239.688	1.242.579	1.231.015	17,6%	6%	0,2%	-0,9%
EBITDA	166.529	278.478	348.869	354.761	389.625	67,2%	25,3%	1,7%	9,8%
Utilidad Neta	65.469	155.600	152.283	188.789	211.667	137,7%	-2,1%	24%	12,1%
Flujo Caja Operación	130.113	96.326	191.754	240.386	275.644	-26%	99,1%	25,4%	14,7%
Flujo Caja Inversión	-239.162	-667.354	194.517	-553.495	-475.867	179%	-129,1%	-384,5%	-14%
Flujo Caja Financiamiento	315.987	273.704	507.377	-114.774	-257.809	-13,4%	85,4%	-122,6%	124,6%
Activo Corriente	660.092	449.459	1.419.371	1.034.821	628.480	-31,9%	215,8%	-27,1%	-39,3%
Activo LP	1.287.733	1.529.915	1.695.166	2.206.083	2.785.314	18,8%	10,8%	30,1%	26,3%
Pasivo Corriente	309.097	179.752	157.661	200.115	203.547	-41,8%	-12,3%	26,9%	1,7%
Deuda Financiera	451.546	192.571	824.022	883.564	1.012.406	-57,4%	327,9%	7,2%	14,6%
Pasivo LP	565.143	309.457	947.406	970.104	1.164.113	-45,2%	206,2%	2,4%	20%
Capital Social	418.777	531.461	531.461	531.461	531.461	26,9%	0%	0%	0%

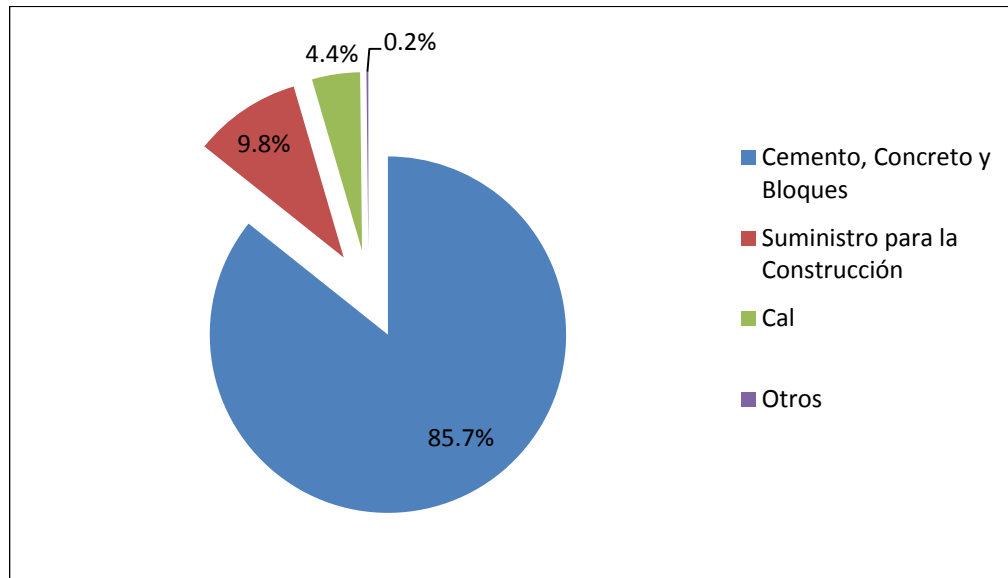
2.1 Ingresos

En los últimos cinco años (2011-2015), los ingresos por ventas de cemento, concreto y bloques crecieron en promedio 6,8%. Este rubro significó, en promedio, 85% de los ingresos totales de la compañía, seguido por los suministros para la construcción con el 11% y por la venta de cal con el 4% (estos dos últimos rubros experimentaron un retroceso y un aumento, respectivamente).

Es preciso mencionar que en el 2015 los ingresos por ventas consolidadas de la compañía disminuyeron en 0,9% con respecto al período anterior. Estos ingresos estuvieron representados por las ventas de cemento, concreto y bloques con un 88,5%, que tuvieron un mínimo crecimiento (0,30%) y se recuperaron del retroceso de 1,35% obtenido en el período anterior. Los rubros de suministros para la construcción y venta de cal experimentaron un decrecimiento y crecimiento, respectivamente.

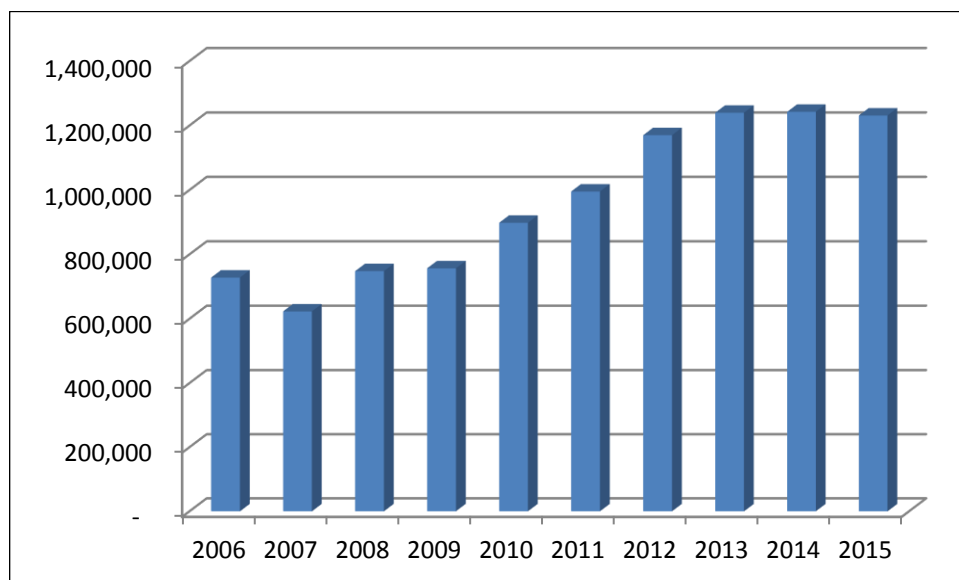
La estabilidad en las ventas de cemento, concreto y la reducción en las ventas de suministros de construcción se deben principalmente a una desaceleración del consumo interno y al retraso en la ejecución de obras del sector público en la primera mitad del 2015. Por su parte, el crecimiento del rubro de cal obedece a un aumento en el volumen de ventas durante los primeros seis meses del año, así como a un aumento sostenido de las ventas del producto de mayor precio durante el año.

Gráfico 5. Participación de cada producto en los ingresos totales de la compañía en los últimos cinco años



Fuente: Elaboración propia, 2016.

Gráfico 6. Evolución de la ventas (millones de soles)



Fuente: Elaboración propia, 2016.

Para el 2016 se espera que la inversión en infraestructura sea uno de los principales factores de crecimiento, lo que impulsará una mayor demanda de cemento y un mayor consumo de los otros productos de la compañía. En la zona de acción de la compañía en la zona norte se realizará la

ejecución de la Refinería de Talara, el desarrollo del Proyecto de Chavimochic y la Carretera Longitudinal de la Sierra. Para los tres proyectos mencionados la compañía ya tiene contrato de provisión de cemento.

2.2 Rentabilidad

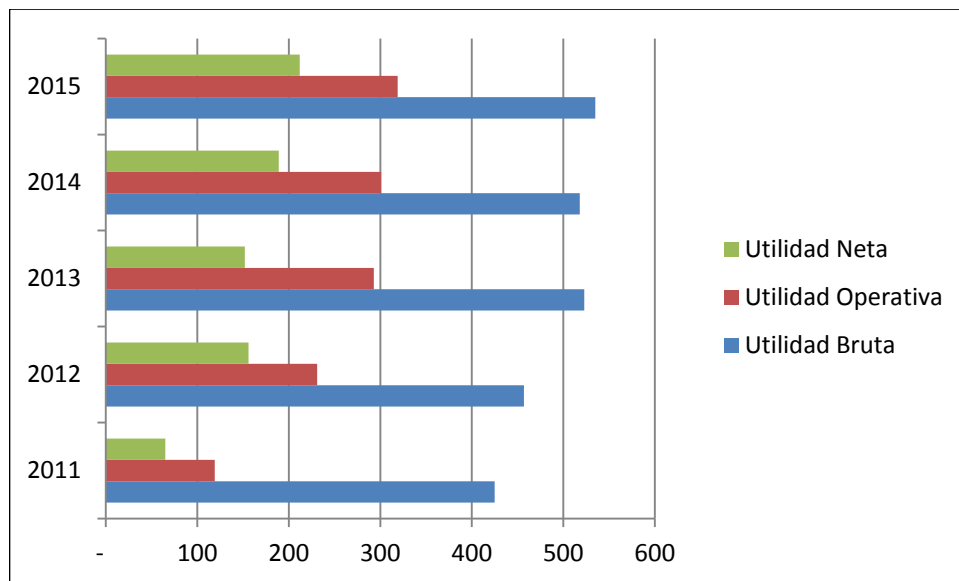
Tabla 13. Principales ratios financieros

	Resultados Financieros					% Variación			
	2011	2012	2013	2014	2015	12-11	13-12	14-13	15-14
Margen Bruto	42,8%	39,0%	42,2%	41,7%	43,5%	-8,9%	8,2%	-1,2%	4,3%
Margen Operativo	11,9%	19,7%	23,6%	24,2%	25,9%	65,5%	19,8%	2,5%	7%
Margen EBITDA	16,7%	23,8%	28,1%	28,6%	31,7%	42,2%	18,2%	1,5%	10,9%
Margen Neto	6,6%	13,3%	12,3%	15,2%	17,2%	101,5%	-7,5%	23,6%	13,2%
ROA	3,4%	7,9%	4,9%	5,8%	6,2%	133,9%	-37,8%	19,2%	6,3%
ROE	6,1%	8,2%	7,6%	9,1%	10,3%	34,6%	-7,7%	20,3%	13,4%
Deuda/EBITDA	3,55	0,77	2,36	2,49	2,60	-78,2%	205,3%	5,4%	4,3%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de SMV, 2016.

En el mismo período de análisis (2011-2015), los márgenes de la compañía crecieron en promedio 0,6% (margen bruto), 23,7% (margen operativo) y 32,7% (margen neto). El crecimiento se dio por mayores ingresos y por mejoras en la administración de los costos, implementadas con la finalidad obtener mayores eficiencias, asociadas a un menor consumo de suministros y a menores gastos de mantenimiento y servicio de terceros. Cabe mencionar que el buen desempeño del margen neto se debe también en gran medida a los ingresos obtenidos por diferencia de cambio e ingresos extraordinarios. El siguiente gráfico muestra la evolución de los resultados en los últimos cinco años.

Gráfico 7. Resultados anuales de Cementos Pacasmayo (millones de soles)

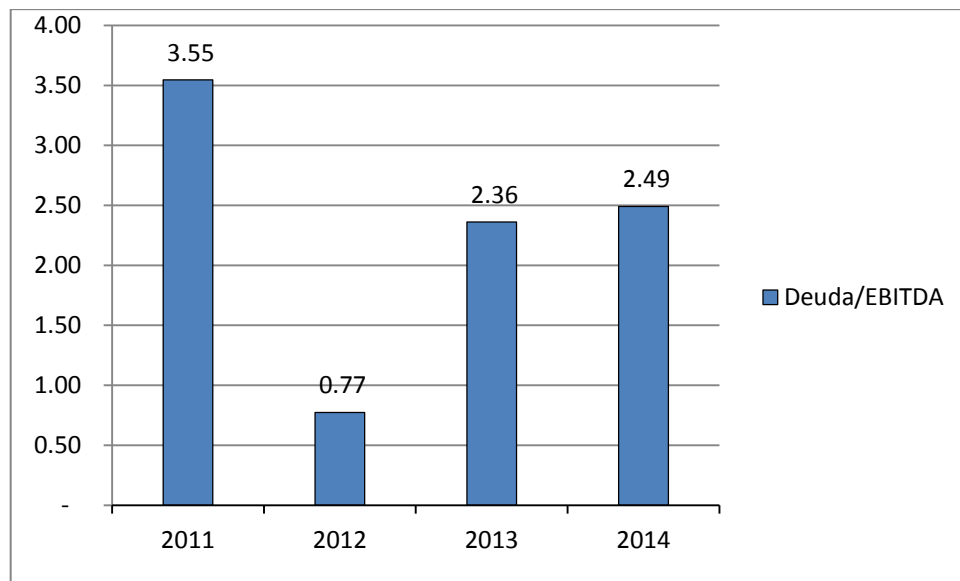


Fuente: Memoria Anual de Cementos Pacasmayo, 2015.

2.3 Solvencia

La compañía emitió bonos *bullet* en febrero del 2013 a una tasa cupón de 4,5% y con vencimiento en el 2023. Estos fondos fueron utilizados para cancelar la deuda bancaria vigente hasta entonces, así como para financiar la nueva Planta Piura. Es la única deuda financiera tomada en los últimos cinco años analizados. Al cierre del 2015 la deuda es de S/. 1.012,41 millones (US\$ 300 millones). Cabe mencionar que la deuda se mantiene fija en S/. 913,30 millones, debido a que cuenta con un derivado de cobertura.

Gráfico 8. Evolución del Ratio Deuda/EBITDA



Fuente: Memoria Anual de Cementos Pacasmayo, 2015.

Tabla 14. Calificación de la deuda

Agencia de <i>rating</i>	<i>Rating</i>	Fecha
Standard & Poor's	BB+	Enero del 2013
Fitch Ratings	BBB-	Enero del 2013

Fuente: Elaboración propia, 2016.

2.4 Caja

El flujo de caja operativo (CFO) en los períodos analizados (2011-2015) fue positivo y creció en promedio 46,4%.

2.5 Capex

Las principales inversiones ejecutadas por la compañía estuvieron relacionadas a la construcción de la Planta de Piura, inversiones adicionales en la Planta de Pacasmayo (reposición de activos, modernización de equipos, mejoras de sistemas, entre otros) y el comisionamiento de la planta de ladrillos de diatomita. El total de inversiones en activo fijo en los últimos cinco años fue de S/. 348 millones.

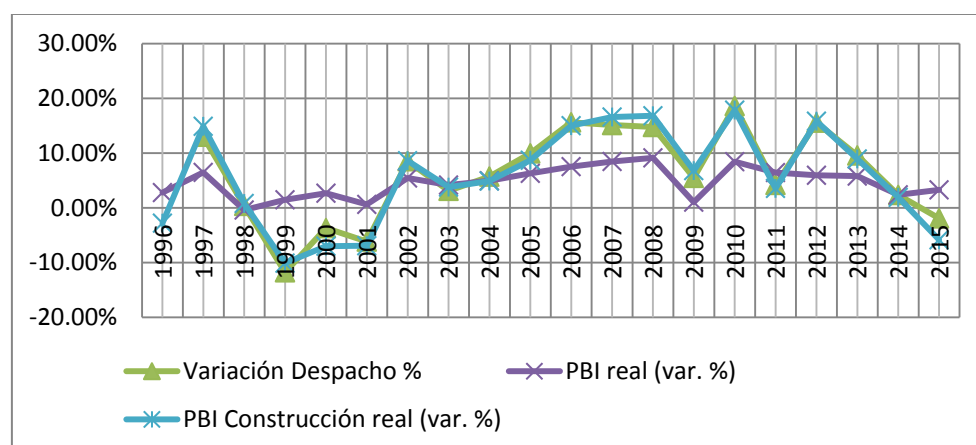
Capítulo IV. Proyecciones y valuación

La valorización y las proyecciones realizadas se han basado en los siguientes supuestos:

1. Despachos de cemento

Los despachos de cemento no mostrarán un crecimiento muy elevado en el 2016, ya que se espera una recuperación moderada. Por ello, se supone un crecimiento del 0,78% para el presente año, para luego crecer en el 2017 en 2%, del 2018 al 2020 en un 2,5% y el 2021 un 3%. Este crecimiento conservador se ha tomado debido a que se estima que el PBI construcción (muy ligado al despacho de cementos) tenga un crecimiento moderado acorde al crecimiento del PBI total. Cabe mencionar que la estimación del crecimiento del PBI de construcción se ha tomado del *Reporte de inflación* (publicado en marzo de este año), que indica que el PBI de construcción no crecería en el 2016, recién lo haría en el 2017 a una tasa del 3,5% y de 5,5% hacia el 2018. Este último crecimiento ha sido tomado en cuenta para el período comprendido del 2019 al 2021. Se debe tener en cuenta que estos son supuestos a nivel nacional, ya que los resultados a nivel regional podrían ser diferentes, por lo cual se podría mostrar un crecimiento en la producción de cemento y en los despachos impulsados por los gobiernos regionales y locales debido a la ejecución de proyectos de infraestructura y por el segmento de autoconstrucción que mantuvo su crecimiento en el primer semestre del 2016. Para sustentar lo expuesto anteriormente se muestra el siguiente gráfico:

Gráfico 9. Relación PBI de construcción- despacho cemento



Fuente: Elaboración propia, 2016.

Del gráfico anterior podemos concluir la relación directa que existe entre los despachos de cementos, el PBI de construcción y el PBI. Esto se comprobó además realizando una regresión lineal múltiple donde se obtiene un R^2 de 0,97 y coeficientes positivos para las variables explicativas, lo cual indica la relación directa mencionada. Por esta razón se tomó el crecimiento de los despachos de cemento entre el 2% y 3% mencionado anteriormente.

Tabla 15. Regresión lineal PBI-PBI de construcción

<i>Estadísticas de la regresión</i>								
Coeficiente de correlación múltiple	0.987157	898						
Coeficiente de determinación R^2	0.974480	716						
R^2 ajustado	0.971290	806						
Error típico	0.014199	956						
Observaciones	19							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>			
Regresión	2	0.123196605	0.061598303	305.4884245	1.79865E-13			
Residuos	16	0.0032262	0.000201639					
Total	18	0.1264228	25					
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>
Intercepción	0.003430419	0.007537884	-0.455090401	0.655158612	0.019410019	0.012549181	0.019410019	0.012549181
PBI	0.308867453	0.201254025	1.534714413	0.144389969	0.117772021	0.735506928	0.117772021	0.735506928
PBI Construcción	0.843404106	0.064111852	13.15519807	5.37367E-10	0.707493052	0.97931516	0.707493052	0.97931516

Fuente: Elaboración propia, 2016.

2. Participación de mercado

Cementos Pacasmayo ha mostrado a lo largo de estos últimos años una participación de mercado constante alrededor del 21%. En la siguiente tabla se muestra la participación de mercado histórica.

Tabla 16. Participación de mercado de Cementos Pacasmayo

Participación de mercado	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
Cementos Pacasmayo	21,56%	22,20%	22%	21,19%	20,68%	22,20%	21,26%

*Considera hasta junio.

Fuente: Elaboración propia, 2016.

La participación de mercado a nivel nacional de Cementos Pacasmayo hasta junio del 2016 fue de 21,26%. Esta se ha mantenido durante los años de proyección. La decisión de mantener la participación de Pacasmayo en dicho nivel se debe a una de sus estrategias de negocio, que menciona que la empresa deberá mantener la participación a nivel local sin que esto disminuya la rentabilidad del negocio. La participación de mercado nos permite hallar los despachos de cemento de cada una de sus tres plantas.

3. Producción de cemento

La producción de cemento en los últimos nueve años casi se ha duplicado, pasando de 1,37 millones de toneladas en el 2007 a 2,4 millones de toneladas en el 2015. En el último trimestre del 2015 entró en operación la nueva planta ubicada en Piura para la producción de cemento. Esta planta se encuentra automatizada al 100% y es de última tecnología, lo cual permite ser a Cementos Pacasmayo más eficiente en costos. Por esta razón y para mantener la participación actual de la empresa se ha considerado que parte de la producción de la Planta de Pacasmayo pase a la Planta de Piura debido a su mayor eficiencia y la cercanía al mercado final.

4. Capacidad instalada

Antes de la puesta en marcha de la Planta de Piura, la empresa Pacasmayo contaba con la siguiente capacidad instalada:

- Planta de Pacasmayo: 2,9 millones de toneladas métricas.
- Planta de Rioja: 0,44 millones toneladas métricas.

De dicha capacidad instalada solo se usaba el 70%. Con la puesta en marcha de la Planta de Piura, la cual cuenta con una capacidad de 1.600.000 toneladas métricas al año, la capacidad utilizada al 2015 fue de 49%. La disminución en la capacidad utilizada se debió a la reciente producción de la nueva planta. Nosotros suponemos que debido a los indicadores macroeconómicos, la capacidad instalada irá creciendo moderadamente hasta llegar a un 55% en los próximos cinco años de uso, la cual irá aumentando en el futuro con la recuperación de la economía peruana.

5. Inflación

Se ha considerado la inflación en los flujos, incorporándola a los precios y costos del cemento y al WACC, lo cual nos ha permitido trabajar en términos nominales. La inflación utilizada durante la proyección en los períodos del 2016 al 2018 ha sido tomada como un promedio de la encuesta que realiza el Banco Central de Reserva del Perú a los analistas financieros, al sistema financiero y a las empresas no financieras. Para los años 2019, 2020 y 2021 se ha tomado el dato al 2018 según la encuesta en mención.

6. Depreciación

La depreciación que se ha utilizado en la proyección del estado de pérdidas y ganancias es el promedio de la depreciación de los inmuebles, maquinarias y equipos de cada período desde el 2009. Su cálculo se muestra a continuación:

Tabla 17. Depreciación histórica

Depreciación (Promedio)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
3,22%	3,10%	3,13%	3,77%	3,20%	3,20%	3,34%	2,80%	3,22%
Initial balance PPE	1.053.234	1.158.405	1.263.788	1.498.704	1.743.973	1.941.295	2.528.937	3.028.906
Depreciación (período)	32.702	36.288	47.633	47.954	55.871	64.759	70.738	97.543.46
Capex	-76.202	-110.064	-241.215	-270.232	-210.443	-575.492	-483.366	-137.500
Final balance PPE	1.096.734	1.232.181	1.457.370	1.720.982	1.898.545	2.452.028	2.941.565	3.068.862,54
ROA	14,88%	19,66%	5,87%	9,64%	11,11%	8,52%	7,81%	7,30%

Fuente: Elaboración propia, 2016.

7. Perspectivas de crecimiento y fuentes

Para el crecimiento perpetuo se ha determinado que el valor de «g» estará alrededor del 3%, ya que Pacasmayo es una empresa que se encuentra en la etapa de crecimiento y dicho crecimiento va en línea con la evolución de la economía peruana. El crecimiento a perpetuidad es sostenido por la reinversión y por el ROA. Cabe mencionar que el ROA ha sido utilizado como: $EBIT \cdot (1 - t) / \text{activos fijos}$. Durante el período de estudio, Pacasmayo ha venido aumentando la compra en activos fijos para el mejoramiento e implementación de sus plantas, lo cual se traduce en un gasto en capex.

Para el 2014 y 2015 el gasto en capex aumentó más del doble en relación a los años anteriores debido a la implementación y puesta en marcha de la Planta de Piura. Dicha planta se encuentra automatizada en su totalidad, lo cual permitirá reducir los costos actuales de la empresa. Es importante mencionar adicionalmente que esta nueva planta permitirá que Pacasmayo ya no importe clínker, lo cual reducirá aún más los costos operativos.

Como se ha mencionado anteriormente, la empresa ha venido invirtiendo en la implementación y mejoramiento de sus plantas, lo cual nos hace pensar que en los próximos años solo gastará en capex de mantenimiento, el cual suponemos que estará entre el 10% y 11% de los ingresos debido a la baja utilización de sus plantas (que se explica por la puesta en marcha de la planta de Piura).

Para evaluar y sustentar la sostenibilidad del crecimiento perpetuo a una tasa del 3% se procedió a normalizar la tasa de crecimiento a través del ejercicio fundamental donde se procede a calcular un ROA y un capex perpetuos. Los cálculos se pueden ver en el Anexo 8.

8. Caso base: parámetros

8.1 Crecimiento de los flujos

Se ha trabajado con base en que el crecimiento del nivel de ventas de Pacasmayo estará dado por el aumento de la producción, sin modificar su participación de mercado, y por la inflación; los flujos se verán influenciados también por los costos, el nivel de capex utilizado y los márgenes.

Durante el período de proyección 2017-2021 se ha asumido que los activos fijos no aumentarán debido a que en los años previos se hizo una inversión fuerte en capex de crecimiento, con lo cual ha aumentado su capacidad instalada, la cual aún tiene un bajo porcentaje de utilización (50%). El retorno de los activos y la tasa de reinversión dentro de los años proyectados son los siguientes:

Tabla 18. Normalización de variable «g»

	2017	2018	2019	2020	2021	Normalización del «g»
G						3%
EBIT*(1-T)/AF = ROA	11,92%	13,16%	13,99%	15,28%	16,73%	16,73%
Reinvestment rate						17,93%

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Como se mencionó anteriormente, la rentabilidad sobre los activos es calculada con la fórmula $EBIT*(1-T)/AF$. Para poder sostener un crecimiento del «g» anual, se debe de aplicar la siguiente fórmula: $g=r*b$, donde r = retorno sobre los activos y b = tasa de reinversión.

En la tabla se puede apreciar cómo el ROA va aumentando cada año debido al aumento del EBIT y por mantener fijos los activos fijos, debido a que se está utilizando la nueva capacidad de la Planta de Piura. Cabe mencionar que para la perpetuidad se utilizan los datos de la normalización del «g» donde sí se asume la utilización del capex.

8.2 Tasa de descuento

Tabla 19. Datos y variables para el cálculo del WACC

Tasa Libre de Riesgo	2,24%	BCRP: Indicadores de riesgo para países emergentes: EMBIG. Diferencial de rendimientos contra bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América
Ajuste por Volatilidad	1,34	Bloomberg: volatilidad IGBVL, SOB AGO20 y AGO26
Riesgo país	1,85%	Damodaran: Estimating Country Risk Premiums
Riesgo país Ajustado	2,49%	
Beta	1,04	Damodaran: Beta, Unlevered beta and other risk measures
Costo de deuda	5,62%	Bloomberg
D/D+C	23,07%	Valor de Mercado
C/D+C	76,93%	Valor de Mercado
IR y participación	28%	
Prima de riesgo	4,54%	Damodaran: Historical returns: Stocks, T.Bonds & T.Bills with premiums

Fuente: Elaboración propia, 2016.

- **La tasa libre de riesgo:** corresponde al bono del Tesoro de EE. UU. a diez años.
- **Ajuste por volatilidad:** se calculó en base a la volatilidad del Índice General de la Bolsa de Lima y la volatilidad del bono soberano a diez años. Este cálculo se realizó para hallar el riesgo país ajustado. Su cálculo resulta al dividir la volatilidad del IGBVL entre la volatilidad del Soberano a agosto del 2016.
- **Riesgo país:** se tomó como dato el *Country Risk Premium* dado por Damodaran. La metodología será explicada en el anexo correspondiente.
- **Riesgo país ajustado:** es el resultante de multiplicar el ajuste por volatilidad por el riesgo país.
- **Beta:** se tomó el beta desapalancado, dado por Damodaran, del sector material de construcción. El siguiente paso fue apalancar el beta tomando en cuenta el ratio D/E y la tasa impositiva del 28%. La fórmula que se utilizó para realizar este cálculo se realizó a través de la siguiente fórmula: $\text{beta desapalancado} \times (1 + (D/E) \times (1 - \text{Tasa impositiva}))$.
- **Costo de la deuda:** dado por el *Yield to Maturity* a junio del 2016.
- **Estructura deuda-capital:** la deuda representa el 23% (S/. 986,7 millones) y el capital, el 77% (S/. 3.290,8 millones).

- **Tasa impositiva:** se tomó al nivel del 28% para el período de estudio.

Cabe mencionar que todos los cálculos iniciales estuvieron en dólares nominales, por lo cual para obtener el costo del capital y de la deuda en nuevos soles se procedió a realizar el siguiente cálculo:

Tabla 20. Cálculo de WACC de dólares estadounidenses a nuevos soles

COK \$ (PERU)	9,45%	
i USA	2%	Economic Projections of FED
i PERU	3%	Encuesta de Expectativas Macroeconómicas de Inflación

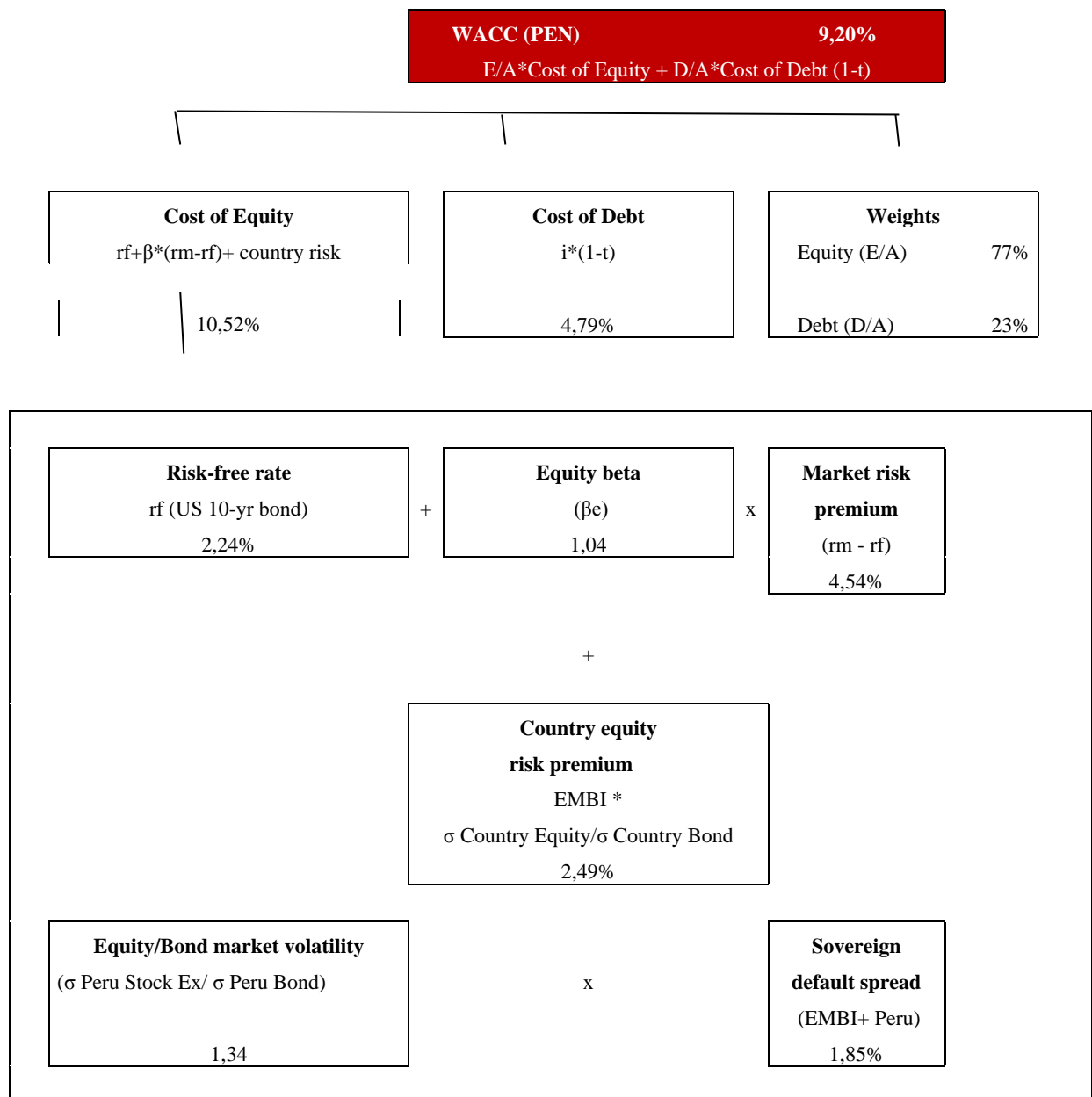
Ke	
$TR\$ (PER) = (1+TN\$ PER)/(1+i USA)-1$	0,07304011
$TR\$ (PER)$	7,30%
$TR\$ (PER) = TR S/$	
$TN S/ = ((1+TR S/)*(1+i PERÚ))-1$	0,10523131
$TN S/ =$	10,52%

Kd	
$TR\$ (PER) = (1+TN\$ PER)/(1+i USA)-1$	0,0354902
$TR\$ (PER)$	3,55%
$TR\$ (PER) = TR S/$	
$TN S/ = ((1+TR S/)*(1+i PERÚ))-1$	0,0665549
$TN S/ =$	6,66%

WACC (PEN)	9,20%
WACC (USD)	8,20%

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Tabla 21. Tabla resumen de cálculo de WACC



Fuente: Elaboración propia, 2016.

8.3 Valor residual

Se obtuvo el valor residual a partir del flujo de caja libre de la firma de la perpetuidad, el cual se trajo a valor presente por medio de la siguiente fórmula:

$$(\text{EBIT}(2021) * (1-t) - \text{NET CAPEX (perpetuidad)}) / (\text{WACC} - g)$$

Donde:

$$\text{NET CAPEX perpetuidad} = \text{EBIT} * (1-t) * \text{Reinvestment rate}$$

$$\text{Reinvestment rate} = g / \text{ROA}$$

Reemplazando los valores, el resultado obtenido es:

$$\text{Valor residual (S/.)} = \frac{(416.667,24 - 74.724,45)}{(9,20\% - 3\%)}$$

$$\text{Valor residual} = \text{S/. } 5.514.197,72$$

9. Valorización de Cementos Pacasmayo

9.1 Valorización del flujo de caja descontado

La siguiente tabla nos muestra los resultados del método de flujo de caja descontado:

Tabla 22. Valorización por método de flujo de caja descontado

(S/. 000)		2017	2018	2019	2020	2021	
Depreciación y Amortización		98.830,23	100.628,46	102.620,94	104.814,18	107.215,14	
Depreciación		98.830,23	100.628,46	102.620,94	104.814,18	107.215,14	
% de Ingresos		3,22%	3,22%	3,22%	3,22%	3,22%	
Amortización							
EBIT*(1-T)		296.896,48	327.891,04	348.441,78	380.549,60	416.667,24	
EBITDA		511.186,45	556.032,67	586.567,85	633.355,30	685.919,63	
Impuestos		-109.259,40	-120.998,94	-128.661,11	-140.801,01	-154.445,89	
EBITDA - Impuestos		401.927,05	435.033,73	457.906,74	492.554,29	531.473,74	
CAPEX		-154.668,65	-162.498,75	-170.725,25	-179.368,22	-189.368	
% de Ingresos		11%	11%	11%	11%	11%	
Cálculo del Working Capital:							
C*C (Days)		19.463	19.463	19.463	19.463	19.463	
C*P (Days)		41.154	41.154	41.154	41.154	41.154	
Inventario (Days)		165.658	165.658	165.658	165.658	165.658	
Prom C*C		74.975,29	78.770,91	82.758,69	86.948,35	91.795,72	
Prom C*P		83.039,83	84.743,78	88.415,18	90.625,56	93.344,33	
Prom Inventario		334.263,74	341.122,72	355.901,36	364.798,89	375.742,86	
Working Capital		326.199,20	335.149,85	350.244,87	361.121,68	374.194,25	
Cambio en WK		14.223,67	8.950,66	15.095,01	10.876,81	13.072,57	
Flujo de Caja Libre		226.834,38	257.070,08	265.242,45	295.118,75	321.441,81	341.942,79
Valor Terminal							5.514.197,72
Flujo de caja descontado 30-06-16							
Valor de la Firma	4.592.480,63	207.721,64	215.574,43	203.686,19	207.533,50	3.757.964,87	

Cash	124.611
Deuda	-986.700
Valor patrimonial	3.730.391,63
Número de acciones	581.964,60
Valor de la acción	6,41

Fuente: Elaboración propia, 2016.

9.2 Análisis de sensibilidad

En el caso de Pacasmayo, se ha realizado el análisis de sensibilidad con base en la tasa de crecimiento perpetuo y al WACC. Se han tomado en cuenta los casos en los cuales aumenta o disminuye la tasa de crecimiento perpetuo y el WACC.

Tabla 23. Análisis de sensibilidad de precio de acción WACC versus «g» crecimiento

Precio de la acción (S/)		WACC								
		8,20%	8,45%	8,70%	8,95%	9,20%	9,45%	9,70%	9,95%	10,20%
Crecimiento g	S/. 6,41									
	2,00%	7,21	6,86	6,53	6,23	5,95	5,68	5,44	5,21	4,99
	2,25%	7,38	7,01	6,66	6,35	6,05	5,78	5,52	5,28	5,06
	2,50%	7,56	7,17	6,81	6,47	6,16	5,87	5,61	5,36	5,13
	2,75%	7,76	7,34	6,96	6,61	6,28	5,98	5,70	5,44	5,20
	3,00%	7,98	7,53	7,13	6,75	6,41	6,10	5,80	5,53	5,28
	3,25%	8,22	7,74	7,31	6,91	6,55	6,22	5,91	5,63	5,37
	3,50%	8,48	7,97	7,51	7,09	6,71	6,35	6,03	5,73	5,46
	3,75%	8,78	8,22	7,73	7,28	6,87	6,50	6,16	5,85	5,56
	4,00%	9,10	8,51	7,97	7,49	7,06	6,66	6,30	5,97	5,67

Fuente: Elaboración propia 2016.

La sensibilidad realizada a las variables mencionadas consta en ver cómo varía el precio de la acción ante aumentos o disminuciones de 0,25%.

9.3 Análisis de múltiplos comparables

Para el análisis de múltiplos comparables se han tomado las siguientes empresas que se muestran a continuación:

Tabla 24. Ratios para valorización de múltiplos

NOMBRE	TICKER	COUNTRY	P, CORR IENT E	MARKET CAP (USD)	P/E	EV/EB ITDA	P/B
Cementos Pacasmayo SAA	CPACASC1 PE Equity	PERÚ	5,87	1.000,97	15,45	10,90	1,65
Union Andina de Cementos SAA	UNACEMC1 PE Equity	PERÚ	2,53	1.267,04	20,24	7,59	1,05
Cemex SAB de CV	CEMEXCPO MM Equity	MÉXICO	11,30	8.568,97	33,42	10,72	1,05
Cementos Argos SA	CEMARGOS CB Equity	COLOMBIA	11.920	5.501,57	24,52	12,42	2,07
Corp Moctezuma SAB de CV	CMOCTEZ* MM Equity	MÉXICO	58,41	2.764,14	13,73	9,14	4,55
Holcim Ecuador SA	HLE ED Equity	ECUADOR	63,50	1.300,54	9,11	7,40	3,56
Grupo Cementos de Chihuahua SA	GCC* MM Equity	MÉXICO	48,90	880,48	14,59	7,21	1,01
Cementos BIO BIO SA	CEMENT CI Equity	CHILE	619	247,92	8,13	6,19	0,81
Melon SA	MELON CI Equity	CHILE	0,45	190,62	12,55	4,55	0,56
Promedio				2.590,16	16,86	8,46	1,81
					P/E	EV/EB ITDA	P/B
				Precio Objetivo - Múltiplos	6,41	6,11	6,46

Estas empresas se dedican al negocio de cementos y materiales en construcción. Dichos negocios representan más del 90% en su nivel de ingresos, esto ha sido tomado como premisa de comparación. Cabe mencionar que nos estamos centrando en empresas de América. Para proceder a realizar el análisis de múltiplos se han tomado los siguientes ratios:

- P/E.
- EV/EBITDA.
- P/B.

El ejercicio consta en hallar el promedio de cada uno de los ratios para las ocho empresas. Luego de obtener este valor, se divide el promedio hallado entre el ratio correspondiente de Cementos Pacasmayo y se multiplica por el precio corriente o precio de cierre al 30 de junio del 2016. Así

se obtiene el precio objetivo de la acción mediante múltiplos. Los resultados se muestran a continuación:

Método comparable

Tabla 25. Valorización por múltiplos

	P/E	EV/EBITDA	P/B
Precio Objetivo - Múltiplos	6,41	6,11	6,46
Upside - Múltiplos	9%	4%	10%

Método de flujo de caja descontado

Tabla 26. Valorización del método de flujo de caja descontado

Flujo de caja descontado 30-6-16	
Valor de la firma	4.592.480,63
Cash	124.611
Deuda	-986.700
Valor patrimonial	3.730.391,63
Número acciones	581.964,60
Valor de la acción	6,41

En la valoración por el método de múltiplos comparables, el precio de Cementos Pacasmayo se encuentra entre S/. 6,11 y S/. 6,46, resultados que se encuentran muy alineados con la valoración realizada por el método de flujo de caja descontado mediante el cual se halló un precio de la acción de S/. 6,41.

Conclusiones y recomendaciones

1. Conclusiones

- Cementos Pacasmayo es una empresa ubicada en la región norte del país que busca incrementar sus eficiencias operativas para reducir sus costos.
- La empresa es líder en el norte del país debido a que maneja el 99% del mercado de cementos y es muy difícil el ingreso de un competidor, puesto que esto demandaría un gasto muy alto en capex.
- Cementos Pacasmayo busca maximizar sus beneficios reduciendo sus costos sin que esto afecte la calidad de su producción; asimismo, invierte en nuevas plantas, mantenimiento y reposición de sus activos.
- Basa sus ingresos en las líneas de negocio destinadas a la producción de cemento y materiales para la construcción.
- Ha desarrollado una de las mayores redes independientes de distribución por *retail* de materiales de construcción en el Perú a través de su distribuidora DINO.
- Con la nueva Planta de Piura, Cementos Pacasmayo ha logrado ampliar su capacidad instalada, que permitirá aumentar su producción a un bajo costo debido a la automatización de esta planta y por la proximidad a su mercado final.

2. Recomendaciones

- Con base en los resultados obtenidos de las valorizaciones por el método de flujo de caja descontado y por el método de múltiplos, recomendamos comprar la acción, puesto que actualmente el mercado ha subvaluado el precio; además existen varios proyectos por desarrollarse en la región norte del país y se espera la recuperación de la inversión pública por parte de los gobiernos regionales.
- Cementos Pacasmayo debe mantener los márgenes obtenidos a lo largo de los años para poder seguir alcanzando resultados favorables, a pesar de que los resultados económicos a nivel nacional no son los óptimos.
- La empresa debería realizar estudios para considerar la posibilidad de invertir en combustibles alternativos como el gas natural en vez del carbón, ya que esto permitiría reducir sus costos.

Bibliografía

- Bolsa de Valores de Lima. “Información financiera”. En: *Sección Empresas*. Fecha de consulta: 15/8/2016. <http://www.bvl.com.pe/inf_financiera23950_Q1BBQw.html>.
- Cementos Pacasmayo. “Resultados 2T16”. En: *Sección Inversionistas*. Fecha de consulta: 15/8/2016.
<http://accionistas.cementospacasmayo.com.pe/cementospacasmayo/web/conteudo_es.asp?idioma=0&conta=47&tipo=42130>.
- Damodaran, Aswath. En: *Damodaran online*. Fecha de consulta: 15/8/2016.
<<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.
- Pinto, Jerald; Henry, Elaine; Robinson, Thomas y Stowe, John (2010). *Equity Asset Valuation*. 2ª ed. Nueva York: John Wiley & Sons.

Anexos

Anexo 1. Estructura del Directorio

Nombre	Cargo	Director desde
Eduardo Hochschild Beeck	Presidente del Directorio	03.04.1991
Roberto Dañino Zapata	Vice-Presidente del Directorio	10.06.2008
Rolando Antonio Arellano Cueva	Director independiente	30.03.2011
Raimundo Morales Dasso	Director	27.03.2008
Hilda Ochoa-Brillembourg	Director independiente	10.10.2011
Felipe Ortiz de Zevallos Madueño	Director independiente	25.03.2014
Humberto Reynaldo Nadal Del Carpio	Director	27.03.2008
Dionisio Romero Paoletti	Director independiente	22.03.2005
Robert Patrick Bredthauer	Director Suplente	28.03.2003
Manuel Ferreyros Peña	Director Suplente	27.03.2008

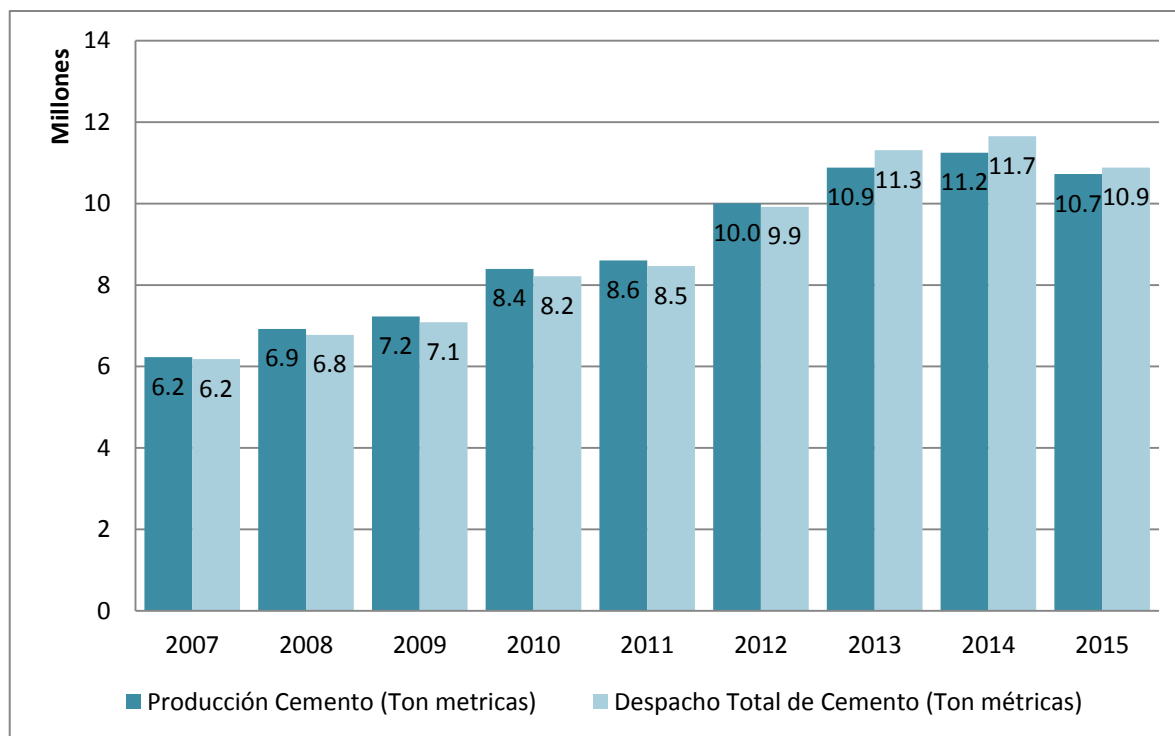
Fuente: Memoria Anual de Cementos Pacasmayo, 2015.

Anexo 2. Estructura gerencial

Nombre	Cargo
Humberto Nadal Del Carpio	Gerente General
Carlos Julio Pomarino Pezzia	Vicepresidente Negocio Cemento
Manuel Ferreyros Peña	Vicepresidente de Administración y Finanzas
Jorge Javier Durand Planas	Vicepresidente Legal
Ricardo Rodolfo Jordan Musso	Gerente Central de Ingeniería e Infraestructura
Juan Guillermo Teevin Vásquez	Gerente Central de Ingeniería y Proyectos
Joaquín Larrea Gubbins	Gerente Central de Desarrollo Corporativo
Hugo Pedro Villanueva Castillo	Gerente Central de Operaciones Pacasmayo-Rioja
Carlos Paúl Cateriano Alzamora	Gerente Central de Responsabilidad Social Empresarial
Alfredo Romero Umlauff	Gerente Central del Proyecto Piura
Diego Reyes Pazos	Gerente Central de Cadena de Suministro
Tito Alberto Inope Mantero	Gerente Central de Planificación Industrial
Elba Rosaura Vásquez Arrieta	Gerente Central de Calidad e Investigación y Desarrollo

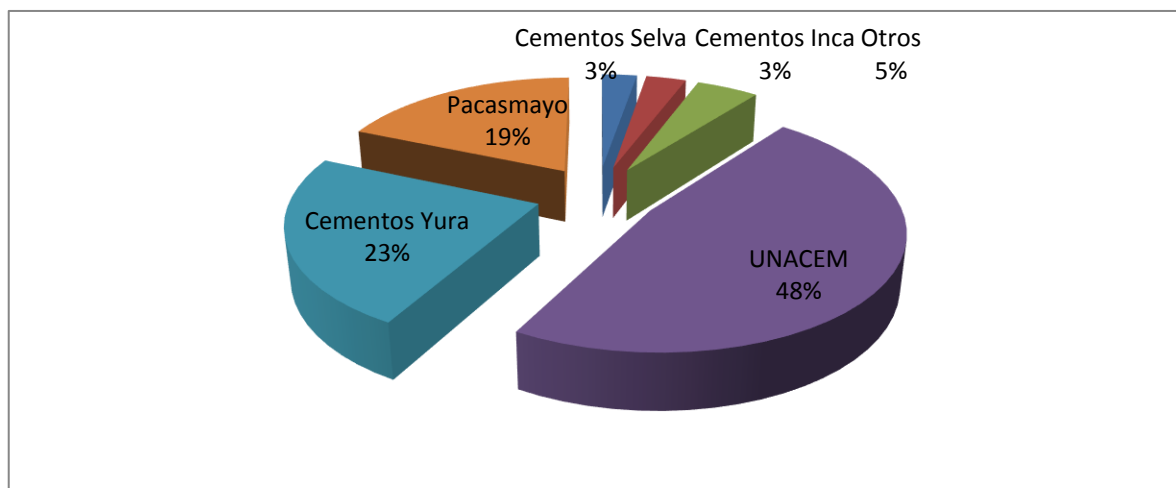
Fuente: Memoria Anual de Cementos Pacasmayo, 2015.

Anexo 3. Evolución de la producción total de cemento, despacho local y despacho total en toneladas métricas del 2007-2015



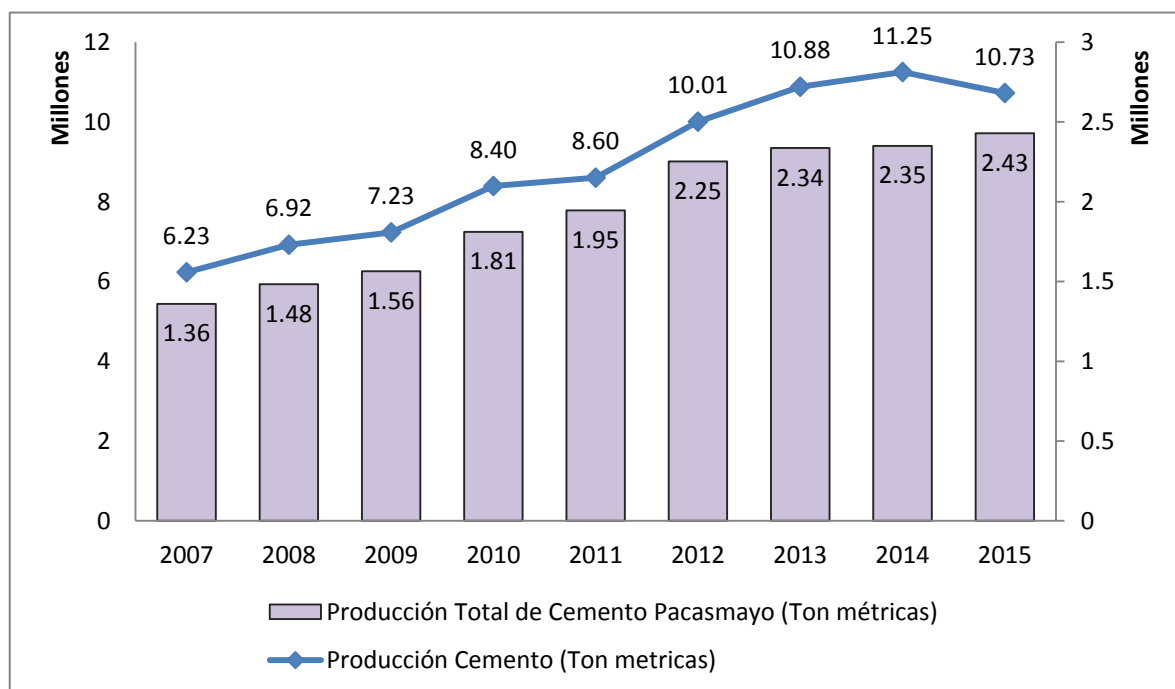
Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2016.

Anexo 4. Participación de mercado en despachos totales de cemento (julio 2016)



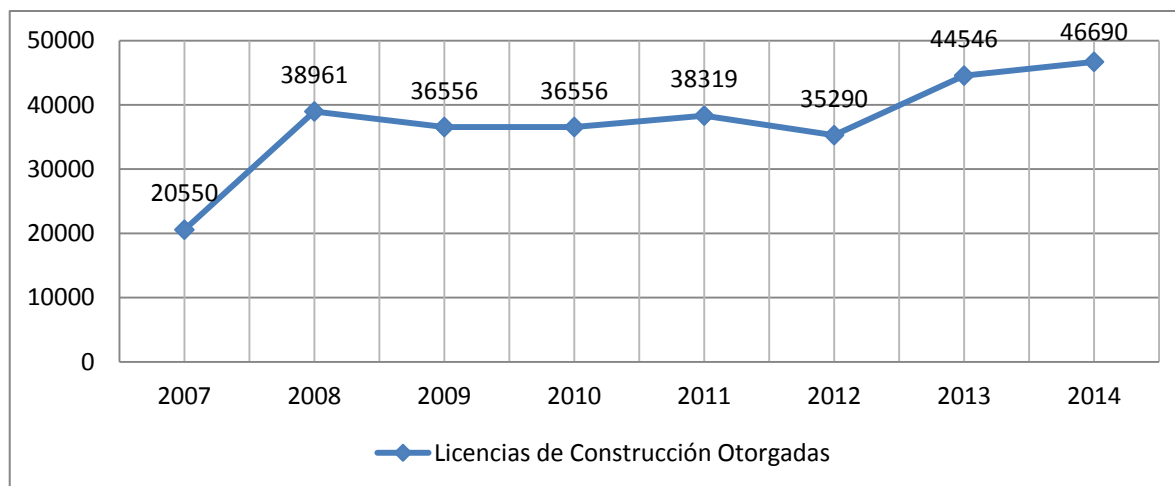
Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2016.

Anexo 5. Cuadro comparativo entre la producción de cemento total versus la producción de Cementos Pacasmayo 2007-2015



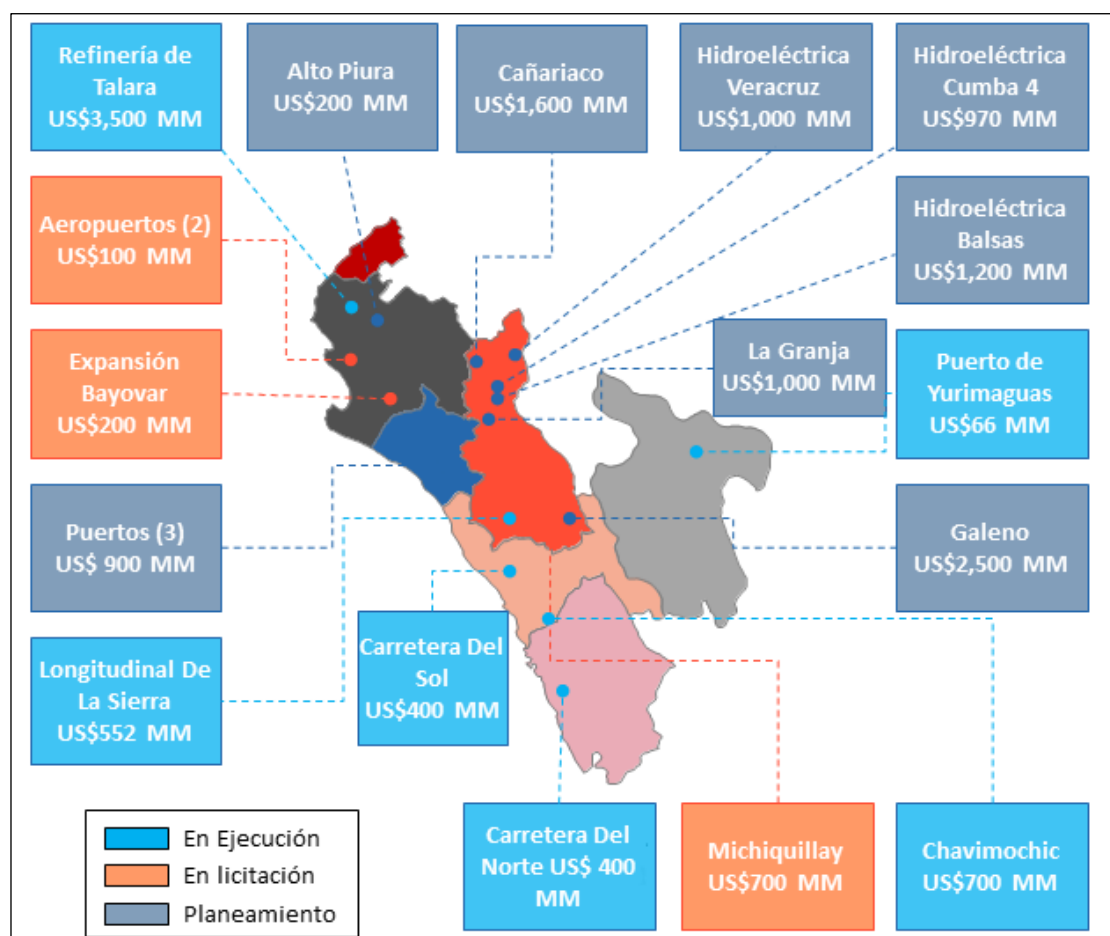
Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2016.

Anexo 6. Número de licencias municipales de construcción otorgadas en el período 2007-2014



Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2016.

Anexo 7. Proyectos de inversión en la zona norte a corto plazo



Fuente: Proinversión, MEM y Cementos Pacasmayo, 2016.

Anexo 8. Comprobación y sostenibilidad de la tasa de crecimiento perpetua

						Normalización del «g»
	2017	2018	2019	2020	2021	
g						3%
EBIT*(1-T)/AF = ROA	11,92%	13,16%	13,99%	15,28%	16,73%	16,73%
Reinvestment rate						17,93%
EBIT*(1-T)	296.896,48	327.891,04	348.441,78	380.549,60	416.667,24	416.667,24
NET CAPEX	70.062,09	70.820,95	83.199,33	85.430,85	95.225,43	74.724,45
FCFF	226.834,38	257.070,08	265.242,45	295.118,75	321.441,81	341.942,79
Valor terminal						5.514.197,72
FCFF + Valor residual	226.834,38	257.070,08	265.242,45	295.118,75	5.835.639,53	
Rd (1-t)	4,79%	4,79%	4,79%	4,79%	4,79%	
Re	10,52%	10,52%	10,52%	10,52%	10,52%	
D/(D+E)	23,07%	23,07%	23,07%	23,07%	23,07%	
E/(D+E)	76,93%	76,93%	76,93%	76,93%	76,93%	
WACC	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%	
Discount factor	0,915741406	0,83858232	0,76792456	0,70322031	0,643967958	
	207.721,64	215.574,43	203.686,19	207.533,50	206.998,22	
NPV FCFF	1.041.513,99					
NPV Valor residual	3.550.966,65					
Valor de la firma	4.592.480,63					
+ Cash	124.611					
- Debt	-986.700					
Equity value	3.730.391,63					
Número acciones	581.964,60					
Valor equity	6,41					

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Anexo 9. Proyección y valorización

(S/. 000)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas	642.756	766.531	756.567	898.047	994.970	1.169.808	1.239.688	1.242.579	1.231.015	1.250.000	1.406.078,66	1.477.261,39	1.552.047,74	1.630.620,16	1.721.527,24
Costo de ventas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	312.472	462.727	405.500	478.990	569.515	-713.058	-716.239	-724.148	-695.757	-719.196	736.496,16	751.608,81	784.171,15	803.775,43	827.888,69
Utilidad bruta	330.284	303.804	351.067	419.057	425.455	456.750	523.449	518.431	535.258	530.804	669.582,50	725.652,57	767.876,60	826.844,74	893.638,55
Margen bruto	51,39%	39,63%	46,40%	46,66%	42,76%	39,04%	42,22%	41,72%	43,48%	42,46%	47,62%	49,12%	49,48%	50,71%	51,91%
Gasto de ventas	-21.759	-15.282	-17.113	-16.501	-23.707	-30.865	-29.817	-30.534	-31.481	-36.116	-36.410,63	-38.253,91	-40.190,52	-42.225,16	-44.579,22
Gastos administrativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	111.549	123.531	132.943	158.697	196.196	-203.067	-208.915	-194.855	-188.591	-190.272	226.194,31	237.645,40	249.676,20	262.316,05	276.940,17
Otros ingresos	7.877	21.566	25.657	92.548	9.338	7.706	8.281	0	3.701	6.624	6.066,66	6.373,78	6.696,46	7.035,47	7.427,69
Otros egresos	-11.015	-19.948	0	-	-95.994	-	-	-3.040	-	-	-688	-722,83	-759,42	-797,87	-842,35
Gastos operativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	136.446	137.195	124.399	-82.650	306.559	-226.226	-230.451	-228.429	-216.371	-219.764	257.226,28	270.248,36	283.929,68	298.303,62	314.934,05
EBIT	193.838	166.609	226.668	336.407	118.896	230.524	292.998	290.002	318.887	311.040	412.356,22	455.404,22	483.946,92	528.541,11	578.704,50
Depreciación y amortización	56.939	71.260	32.702	36.288	47.633	47.954	55.871	64.759	70.738	97.543,46	98.830,23	100.628,46	102.620,94	104.814,18	107.215,14
Depreciación	56.939	71.260	32.702	36.288	47.633	47.954	55.871	64.759	70.738	97.543,46	98.830,23	100.628,46	102.620,94	104.814,18	107.215,14
% de Ingresos	8,86%	9,30%	4,32%	4,04%	4,79%	4,10%	4,51%	5,21%	5,75%	3,22%	3,22%	3,22%	3,22%	3,22%	3,22%
Amortización	0	0	0	0	0	0	0	0	0						

EBIT*(1-T)	139.563,36	119.958,48	163.200,96	242.213,04	85.605,12	165.977,28	210.958,56	208.801,44	229.598,64	223.948,80	296.896,48	327.891,04	348.441,78	380.549,60	416.667,24
EBITDA	250.777	237.869	259.370	372.695	166.529	278.478	348.869	354.761	389.625	408.583,46	511.186,45	556.032,67	586.567,85	633.355,30	685.919,63
Impuestos	-54.101	-46.045	-70.570	-104.105	-38.379	-73.743	-82.395	-77.468	-86.242	-74.195,52	-109.259,40	-120.998,94	-128.661,11	-140.801,01	-154.445,89

EBITDA - Impuestos	196.676	191.824	188.800	268.590	128.150	204.735	266.474	277.293	303.383	334.387,94	401.927,05	435.033,73	457.906,74	492.554,29	531.473,74
---------------------------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	------------	------------	------------	------------	------------	------------

CAPEX	-184.073	-68.386	-76.202	-110.064	-241.215	-270.232	-210.443	-575.492	-483.366	-137.500	-154.668,65	-162.498,75	-170.725,25	-179.368,22	-189.368
% de Ingresos	28,64%	8,92%	10,07%	12,26%	24,24%	23,10%	16,98%	46,31%	39,27%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Cálculo del Working Capital:

C*C (Days)	14.550	11.564	12.461	12.306	13.497	12.942	13.641	16.190	19.463	19.463	19.463	19.463	19.463	19.463	19.463
C*P (Days)	61,05	39,81	42,40	35,42	42,42	42,28	36,41	33,63	41,15	41.154	41.154	41.154	41.154	41.154	41.154
Inventario (Days)	129,13	91,40	110,09	108,10	117,42	123,94	156,10	165,97	165,66	165.658	165.658	165.658	165.658	165.658	165.658

Prom C*C	25.622	24.286	25.830	30.277,50	36.792	41.479,50	46.329,50	55.116,50	65.640,50	66.652,82	74.975,29	78.770,91	82.758,69	86.948,35	91.795,72
Prom C*P	52.263	50.466,50	47.102,50	46.477,50	66.184	82.605,50	71.440,50	66.722	78.446,50	81.089,24	83.039,83	84.743,78	88.415,18	90.625,56	93.344,33
Prom Inventario	110.545	115.874	122.300,50	141.857	183.209	242.125,50	306.310	329.270,50	315.774	326.411,95	334.263,74	341.122,72	355.901,36	364.798,89	375.742,86
Working Capital	83.904	89.693,50	101.028	125.657	153.817	200.999,50	281.199	317.665	302.968	311.975,53	326.199,20	335.149,85	350.244,87	361.121,68	374.194,25
Cambio en WK		5.789,50	11.334,50	24.629	28.160	47.182,50	80.199,50	36.466	-14.697	9.007,53	14.223,67	8.950,66	15.095,01	10.876,81	13.072,57

																Perpetuidad
Flujo de Caja Libre	12.429,36	117.042,98	108.366,46	143.808,04	136.136,88	103.483,22	23.812,94	338.397,56	168.332,36	174.984,73	226.834,38	257.070,08	265.242,45	295.118,75	321.441,81	341.942,79

Valor Terminal	
Flujo de caja descontado 30-06-16	
Valor de la Firma	4.592.480,63
Cash	124.611
Deuda	-986.700

5.514.197,72

207.721,64	215.574,43	203.686,19	207.533,50	3.757.964,87
------------	------------	------------	------------	--------------

Valor patrimonial	3.730.391,63
Número acciones	581.964,60

Valor de la acción	6,41
--------------------	------

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Anexo 10. Balance general

Balance General (S/. 000)												
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Efectivo y equivalente	220.250	191.955	334.737	22.335	111.660	154.493	363.279	69.835	976.952	580.499	158.007	124.611
Cuentas por cobrar comerciales	43.278	38.924	25.622	22.950	28.710	31.845	41.739	41.220	51.439	58.794	72.487	74.792
Cuentas por cobrar a relacionadas	617	463	2.900	489	400	583	422	147	409	557	504	586
Otras cuentas por cobrar	6.702	11.819	13.212	7.796	8.891	4.455	36.216	28.028	16.694	51.492	37.906	11.930
Existencias	138.527	135.483	110.545	121.203	123.398	160.316	206.102	278.149	334.471	324.070	307.478	352.323
Activos por Impuesto a las Ganancias					2.342		705	21.464	27.679	15.042	44.910	51.318
Otros activos no financieros					2.537		11.629	10.616	11.727	4.367	7.188	24.047
Gastos pagados por anticipado	18.721	12.093	13.500	5.167	9.147	11.009						
Activo corriente	428.095	390.737	500.516	179.940	287.085	362.701	660.092	449.459	1.419.371	1.034.821	628.480	639.607
Otros Activos Financieros	8.425	16.614	25.528	13.899	18.296	30.813	22.074	34.887	36.058	12.995	125.206	92.462
Inversiones financieras				77								
Otras cuentas por cobrar a Relacionadas	377	101										
Otras cuentas por cobrar a LP	1.794	1.746	1.304	33.265	35.413	50.849	29.146	36.110	46.292	53.948	64.145	67.338
Existencias		18.407										
Inmueble maquinaria y equipo, neto	631.005	658.001	612.373	627.200	1.020.457	1.101.995	1.197.401	1.394.835	1.537.111	2.060.976	2.490.815	2.513.762
Activos intangibles, neto	86.296	94.088	86.242	76.159	17.602	29.278	29.895	49.486	59.330	57.740	81.862	88.997
Activos por Impuesto a las G Diferidas	-	8.896		28.965	21.641	7.637	7.813	13.438	15.155	17.175	21.077	23.046
Crédito Mercantil	65.449	56.101										
Otros Activos	1.590				1.947	3.738	1.404	1.159	1.220	3.249	2.209	1.642
Activo no corriente	794.936	853.954	725.447	779.565	1.115.356	1.224.310	1.287.733	1.529.915	1.695.166	2.206.083	2.785.314	2.787.247

Total activos	1.223.031	1.244.691	1.225.963	959.505	1.402.441	1.587.011	1.947.825	1.979.374	3.114.537	3.240.904	3.413.794
----------------------	------------------	------------------	------------------	----------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Sobregiros y préstamos bancarios	41.172	8.416											
Otros Pasivos Financieros	37.594	45.575	73.647	78.822	88.809	121.585	139.048	22.884					
Cuentas por pagar comerciales	29.090	47.357	52.263	48.670	45.535	47.420	84.948	80.263	62.618	70.826	86.067	85.524	
Cuentas por pagar a relacionadas	233	2.811	59	10.370	81	208	230	232	279				
Impuesto a la renta y part laboral			31.115										
Otras cuentas por pagar	84.948	63.183	24.911	69.836	44.285	47.949	43.307	52.269	64.000	66.743	84.694	82.530	
Provisiones			6.097		19.336	25.959	28.694	24.029	27.984	53.826	28.880	40.707	
Pasivos por Impuestos a las Ganancias					3.507	16.680	12.870	75	2.780	8.720	3.906	2.357	
Pasivo corriente	193.037	167.342	188.092	207.698	201.553	259.801	309.097	179.752	157.661	200.115	203.547	211.118	
Otros Pasivos Financieros	257.564	241.614	204.906	153.103	228.564	185.670	451.546	192.571	824.022	883.564	1.012.406	976.927	2,39
Pasivos por Impuestos a las GD	90.394	81.350	54.670	59.865	133.236	143.442	102.688	100.308	102.887	85.883	119.069	118982	
Otras Cuentas por Pagar		12.932	37.395										
Provisiones		9.319	1.797	4.391	4.575	4.803	10.909	16.578	20.497	657	32.638	11543	
Pasivo no corriente	347.958	345.215	298.768	217.359	366.375	333.915	565.143	309.457	947.406	970.104	1.164.113	1.107.452	
Total pasivo	540.995	512.557	486.860	425.057	567.928	593.716	874.240	489.209	1.105.067	1.170.219	1.367.660	1.318.570	
Capital social	419.925	419.977	419.977	418.777	418.777	418.777	418.777	531.461	531.461	531.461	531.461	531.461	
Primas de Emisión								558.478	556.294	553.791	553.466	545945	
Acciones de inversión	49.559	49.575	49.575	49.575	49.575	49.575	49.575	50.503	50.503	50.503	50.503	50.503	

Acciones Propias en Cartera											-108.248	-108.248	
Capital adicional	35.596	-	-										
Otras reserva de Patrimonio			17.103	5.057	5.828	14.391	8.029	16.711	19.045	5.144	11.649	14.281	
Reservas Legales	66.164	31.473	33.789	41.089	53.384								
Otras reserva de Capital	-70.621	-6.743				74.145	90.451	105.221	119.833	154.905	176.458	182.552	
Resultados Acumulados	139.237	198.107	187.891	18.726	306.100	435.668	473.721	570.878	653.704	696.736	727.765	782.615	
Intereses Minoritarios	42.176	39.745	30.768	1.224									
Participaciones no controladas					849	739	33.032	60.863	78.630	78.145	103.080	109175	
Patrimonio neto	682.036	732.134	739.103	534.448	834.513	993.295	1.073.585	1.894.115	2.009.470	2.070.685	2.046.134	2.108.284	
Total pasivo y patrimonio	1.223.031	1.244.691	1.225.963	959.505	1.402.441	1.587.011	1.947.825	2.383.324	3.114.537	3.240.904	3.413.794	3.426.854	

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Anexo 11. Estado de pérdidas y ganancias

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas netas	617.132	727.790	622.830	747.854	756.567	898.047	994.970	1.169.808	1.239.688	1.242.579	1.231.015	1.250.000	1.406.078.66	1.477.261.39	1.552.047.74	1.630.620.16	1.721.527.24
Otros Ingresos	9.862	19.884	19.926	18.677	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Costo de ventas	-387.818	-442.553	-312.472	-462.727	-405.500	-478.990	-569.515	-713.058	-716.239	-724.148	-695.757	-719.196	-736.496.16	-751.608.81	-784.171.15	-803.775.43	-827.888.69
Otros Costos Operacionales	-	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad bruta	239.176	305.121	330.284	303.804	351.067	419.057	425.455	456.750	523.449	518.431	535.258	530.804	669.582.50	725.652.57	767.876.60	826.844.74	893.638.55
Gastos de administración	-96.795	-111.099	-111.549	-123.531	-132.943	-158.697	-196.196	-203.067	-208.915	-194.855	-188.591	-190.272	-226.194.31	-237.645.40	-249.676.20	-262.316.05	-276.940.17
Gastos de venta	-23.429	-29.293,50	-21.759	-15.282	-17.113	-16.501	-23.707	-30.865	-29.817	-30.534	-31.481	-36.116	-36.410,63	-38.253,91	-40.190,52	-42.225,16	-44.579,22
Ganancia por venta de activos	-	-	-	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros gastos	-	-7.205	-11.015	-19.948	0	-	-95.994	-	-	-3.040	-	-	-688	-722,83	-759,42	-797,87	-842,35
Otros Ingresos	5.827	-	7.877	21.566	25.657	92.548	9.338	7.706	8.281	0	3.701	6.624	6.066,66	6.373,78	6.696,46	7.035,47	7.427,69
Otras Ganancias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.537	-	-	-	-	-	-	-

Utilidad operativa	124.779	157.523.50	193.838	166.609	226.668	336.407	118.896	230.524	292.998	300.539	318.887	311.040	412.356,22	455.404,22	483.946,92	528.541,11	578.704,50
Ingresos Financieros	2.316	21.405	14.580	4.091	1.888	3.277	2.695	23.326	27.213	11.705	3.478	1.232	15.501,27	16.286,02	17.110,50	17.976,72	18.978,93
Ganancia (Pérdida) por Instrumentos Financieros Derivados	-	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-						
Gastos Financieros	-32.572	-32.227,50	-18.535	-37.406	-18.834	-15.038	-19.219	-23.771	-37.103	-31.196	-36.807	-35.764	-37.645,37	-39.551,16	-41.553,44	-43.657,08	-46.090,96
Diferencias de Cambio neto	-	-	-	-	8.856	2.568	1.476	-736	-48.430	-14.791	12.351	-11.524	-	-	-	-	
Ut. Ant. Part. Trab e Imp. Renta	94.523	146.701	189.883	133.294	218.578	327.214	103.848	229.343	234.678	266.257	297.909	264.984	390.212,13	432.139,08	459.503,98	502.860,75	551.592,46
Part. de los trabajadores	-	-	-19.712	-16.604	-	-	-	-	-	-	-						
Impuesto a la renta	-33.281	-47.992	-54.101	-46.045	-70.570	-104.105	-38.379	-73.743	-82.395	-77.468	-86.242	-74.195,52	-109.259,40	-120.998,94	-128.661,11	-140.801,01	-154.445,89
Part. de los trabajadores diferido																	
Impuesto a la renta diferido																	

Utilidad neta actividades continuas	61.242	98.709	116.070	70.645	148.008	223.109	65.469	155.600	152.283	188.789	211.667	190.788.48	280.952,73	311.140,14	330.842,87	362.059,74	397.146,57
Ingreso de operaciones descontinuadas		-	-98.890	0	-	-	-	-	-	-	-						
Utilidad neta del ejercicio	61.242	98.709	17.180	70.645	148.008	223.109	65.469	155.600	152.283	188.789	211.667	190.788	280.953	311.140	330.843	362.060	397.147
Utilidad mayoritarios	65.207	97.671	23.154	73.002	147.768	223.219	67.694	159.005	155.634	192.827	215.532						
Utilidad minoritarios	2.536	1.038	-5.974	-2.357	240	-110	-2.225	-3.405	-3.351	-4.038	-3.865						
Utilidad por acción	0,15	0,21	0,04	0,156	0,26	0,48	0,14	0,28	0,27	0,33	0,38	0,33	0,48	0,53	0,57	0,62	0,68
Margen bruto	38,8%	41,9%	51,4%	39,6%	46,4%	46,7%	42,8%	39%	42,2%	41,7%	43,5%	42,5%	47,6%	49,1%	49,5%	50,7%	51,9%
Margen Operativo	20,2%	21,6%	31,1%	22,3%	30%	37,5%	11,9%	19,7%	23,6%	24,2%	25,9%	24,9%	29,3%	30,8%	31,2%	32,4%	33,6%
Margen neto	9,9%	13,6%	2,8%	9,4%	19,6%	24,8%	6,6%	13,3%	12,3%	15,2%	17,2%	15,3%	20%	21,1%	21,3%	22,2%	23,1%
% de ventas													PROMEDIO				
Gasto de ventas	3,80%	4,02%	3,49%	2,04%	2,26%	1,84%	2,38%	2,64%	2,41%	2,46%	2,56%	2,89%	2,59%	2,59%	2,59%	2,59%	2,59%
Gastos administrativos	15,68%	15,27%	17,91%	16,52%	17,57%	17,67%	19,72%	17,36%	16,85%	15,68%	15,32%	15,22%	16,09%	16,09%	16,09%	16,09%	16,09%

Otros ingresos operativos	0,94%	0 %	1,26%	2,88%	3,39 %	10,31 %	0,94 %	0,66%	0,67%	0 %	0,30%	0,53%	0,43%	0,43%	0,43%	0,43%	0,43%
Otros gastos operativos	0 %	0,99%	1,77%	2,67%	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0,24%	0 %	0 %	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Ingreso por intereses	0,38%	2,94%	2,34%	0,55%	0,25 %	0,36 %	0,27 %	1,99%	2,20%	0,94%	0,28%	0,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%
Gasto por intereses	5,28%	4,43%	2,98%	5 %	2,49 %	1,67 %	1,93 %	2,03%	2,99%	2,51%	2,99%	2,86%	2,68%	2,68%	2,68%	2,68%	2,68%
Net Income / EBT	64,79%	67,29%	9,05%	53 %	67,71 %	68,18 %	63,04 %	67,85 %	64,89 %	70,90 %	71,05 %	72 %	72 %	72 %	72 %	72 %	72 %

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Nota biográfica

Juan Manuel Briceño Montalván

Economista egresado de la Universidad de Lima. Participó en el Programa de Especialización y Certificación de Analista de Inversiones, dictado por la Bolsa de Valores de Lima.

Tiene nueve años de experiencia en el Sistema Privado de Pensiones en las unidades de Administración y Finanzas y Business Support. Se desempeñó en AFP Horizonte como Analista de Custodia y luego dirigió el área del Back Office de Inversiones. En Profuturo AFP ocupó el cargo de analista senior de Operaciones Financieras. Actualmente es jefe de Tesorería de la administradora en Profuturo AFP.

William Joseli Ortiz

Ingeniero Mecánico egresado de la Universidad Nacional de San Antonio Abad del Cusco. Cuenta con un diplomado en Gestión de Proyectos y Calidad de la Pontificia Universidad Católica del Perú y una certificación en Gestión de Proyectos por el Project Management Institute.

Tiene seis años de experiencia en la evaluación, planificación y ejecución de proyectos en empresas mineras. Actualmente es analista comercial de Minerales en SGS del Perú.

Gustavo Adolfo Linares Céspedes

Ingeniero Industrial titulado por la Universidad Particular de San Martín de Porres. Cuenta con un curso de especialización en Finanzas de la Pontificia Universidad Católica del Perú, un diplomado en Finanzas Corporativas de ESAN y un máster en Gestión y Administración de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.

Tiene más de diez años de experiencia en el sistema financiero peruano; se ha desempeñado en el área comercial en dos de los cuatro principales bancos del Perú. Actualmente desempeña el cargo de ejecutivo de negocios en la banca institucional de Interbank.